

平安银行 (000001.SZ)

零售风险缓释，至暗时刻已过

买入 (首次评级)

投资要点:

核心管理层落定，组织架构调整到位

新行长从业经验丰富，且与平安集团协同的能力强。公司现任行长冀光恒先生于2023年6月正式任职。在加入中国平安之前，冀光恒先生曾任沪农商行董事长、浦发银行副行长、工商银行北京分行副行长，具有丰富的银行业管理经验。2020年4月，冀光恒先生加入中国平安，之后曾任中国平安上海总部总经理、陆金所董事长、中国平安党委副书记等，因此也具有较强的集团资源调度能力。

新行长上任后启动组织架构改革，旨在强化总行赋能、分行自主经营的主体责任，以提高对经营环境的适应能力。一是精简总行，部门数量由原先43个缩减至32个，提升总行服务能力。平安银行取消行业事业部制度，理顺条线和分行的关系，经营模式从条线为主，转向以分行为主。二是做强分行，支持分行壮大客群基础，提升综合化经营。在过去，分行行长不直接负责零售业务，改革后分行行长全面主管业务，允许分行在经营过程中发挥更多的主体作用。与此同时，将资源重点倾斜给重点区域的分行。平安银行根据不同的地区、不同等级进行差异化资源配置，将资源向重点分行倾斜。我们认为，在当前信贷需求疲弱、银行“内卷”加剧的背景下，增强总行的服务能力、提高分行的战斗能力，“让听得见炮声的人指挥战斗”有望更好地适应经营环境的变化。

组织架构及人事调整基本完成，经营迈入正轨。平安银行的组织架构调整的优先级从高到低分别是总行重点部门、主力地区分行、中等地区分行、落后地区分行。从近一年的人事变动来看，平安银行的调整已经覆盖到欠发达地区，结合冀行长的公开发言，可以判断组织架构及干部调整基本已经接近尾声。

零售业务结构调整，但战略主导地位不变

零售信贷结构优化，对公业务阶段性补位。在经济下行时，居民部门的资产负债表有所恶化，因此平安银行过往较为下沉的零售业务蕴含着极大的风险，零售金融业务的营收以及净利润均明显承压。在此背景下，有必要调整零售业务结构，提高经营的稳健度。具体体现为，一方面等高风险业务到期后逐步清退，另一方面是边际上发力中低风险的资产投放。在零售业务调整的转型期，需要对公业务阶段性补位，来填补零售业务的缺口，避免贷款严重收缩，为零售转型争取更多的时间与空间。

以零售为主导的核心战略延续。市场可能会担忧或者质疑平安银行的战略是否开始摇摆，向对公业务倾斜。我们认为，平安银行的战略仍然坚持以零售业务为主导，过往也已经积累了庞大的零售客群，具备坚实的基础和巨大的发展潜力。只是在新的零售增长点建立起来之前，还需要对公业务阶段性补位，缓解零售业务带来的缩表压力。

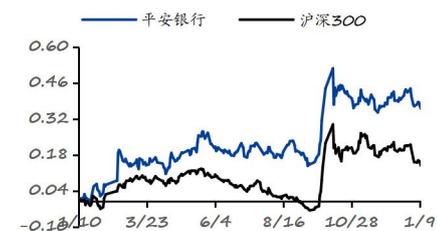
零售结构调整带来阵痛，业绩增长阶段性承压

规模：贷款规模有所收缩。截至2024年9月末，平安银行贷款余额较年初减少约242亿元，这主要受压降零售高风险贷款的影响。其中，零售贷款余额下滑1904亿元，分产品来看，信用卡、消费贷款、经营贷款的余额分别收缩610亿元、684亿元、699亿元。对公业务积极补位，贷款规模新增1661亿元，主要投向制造业、批零售业及基建行业，但仍然未能完全补上零售压降的缺口。

基本数据

日期	2025-01-10
收盘价:	11.30元
总股本/流通股本(百万股)	19,405.92/19,405.62
流通A股市值(百万元)	219,283.48
每股净资产(元)	21.67
资产负债率(%)	91.46
一年内最高/最低价(元)	13.43/8.96

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 张宇(S0210524050005)
zy30521@hfzq.com.cn
联系人: 谢洁仪(S0210123090012)
xjy30292@hfzq.com.cn

相关报告



价格：净息差大幅下滑。2023年、2024年上半年，平安银行净息差同比降幅分别为37bp、59bp，明显大于上市股份行同期平均降幅（22bp、18bp）。资产端，零售贷款收益率明显下行。2023年以前，零售贷款利率区间为7%~8%，目前已经下滑至5%~6%区间。负债端，存款成本率也在加速改善，部分对冲了资产端收益率下行，但是整体净息差收窄的压力仍较大。

业绩：阶段性承压。在量、价齐跌的背景下，业绩大幅下行。2024年前三季度，营收增速为-12.6%，在上市银行中垫底，归母净利润在拨备反哺下，勉力维持0.2%的正增长。

风险：零售不良快速生成。平安银行不良生成率持续提升，并于2023年达到峰值。2024年前三季度，不良贷款生成率为1.69%，处于较高水平。具体来看，零售非房贷款贡献七成左右的不良。以典型产品信用卡为例，由于客群较为下沉，不良快速生成，进而推高不良率。截至2024年9月末，信用卡不良率为2.64%，保持高位。

零售风险缓释，至暗时刻已过

平安银行自2023年6月推进零售结构调整，至今已接近一年半，我们预计到2024年底高风险零售资产基本出清。展望2025年，零售不良生成的压力有所缓解，基本面受零售业务结构调整的压制也会边际减轻。

生息资产增速有望回升。零售端，高风险资产的压降基本结束，中低风险贷款有望逐渐投放上量，而且未来随着零售需求的恢复，也会带来一定的增量空间。对公端，持续发力总分行战略客群，培育新的增长动能。综合来看，贷款增速有望回升。我们预计，2024-2026年，平安银行的生息资产增速分别为4.0%、5.0%、10.0%。

净息差降幅回归至行业一般水平。随着资产结构调整逐渐进入尾声，以及负债端成本继续加速改善，2025年净息差降幅有望回归到股份行一般水平，对基本面的压制也有望减轻。我们预计2024-2026年净息差分别为1.92%、1.72%、1.57%。

零售不良生成压力相较今年有所缓解。考虑到2024年高风险零售资产已经被大幅压降，资质较差的客群风险已经充分暴露。展望2025年，只要居民部门资产负债表没有出现显著的恶化，那么零售不良生成压力将有所缓解，进而减轻拨备计提压力，对业绩形成一定的提振作用。

综上，我们预计公司2025年的业绩压力相较2024年有望减轻，2024-2026年营业收入增速分别为-11.9%、-4.7%、0.3%，归母净利润增速分别为0.0%、0.5%、4.5%。

投资建议

我们认为，当前平安银行悲观预期消化充分，基本面至暗时刻已过，明年在高风险零售资产出清的背景下，不良生成有望放缓，业绩边际改善。综合来看，攻守兼备，首次覆盖给予“买入”评级。

悲观预期已反映充分。从估值来看，最新PB估值为0.53倍，在近5年、10年分别处于17%、9%分位数。从仓位来看，主动偏股型基金对平安银行的持仓接近于0%。从股息来看，最新动态股息率高达6.38%，在A股上市银行中最高。

高风险零售资产基本出清，至暗时刻已过。2024年高风险零售资产大幅出清，已经消化了极大的压力，2025年业绩的压制有望解除。在零售信贷环境没出现明显恶化的前提下，明年不良生成有望持续放缓。

具备正向期权价值。平安银行把握顺周期的能力较强。展望后续，如果房地产、消费等领域出现边际的正向变化，预计会对其形成较强的催化作用。但如果没有出现边际改善，平安银行仍然可以依靠不良的消化、业绩触底实现估值的修复。



➤ 风险提示

高风险零售资产出清进度不达预期；零售不良加速暴露；宏观经济复苏低于预期。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	1,799	1,647	1,450	1,382	1,386
增长率（%）	6.2	-8.4	-11.9	-4.7	0.3
归属母公司股东净利润（亿元）	456	464	464	466	487
增长率（%）	29.6	1.8	0.0	0.5	4.5
每股收益	2.20	2.25	2.39	2.40	2.51
PE	5.17	5.06	4.76	4.74	4.54
PB	0.61	0.55	0.51	0.47	0.44

数据来源：ifind、公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 核心管理层落定，组织架构调整到位	5
2 零售业务结构调整，但战略主导地位不变	6
2.1 零售信贷结构优化，对公业务阶段性补位	6
2.2 以零售为主导的核心战略延续	7
3 零售结构调整带来阵痛，业绩增长阶段性承压	8
3.1 规模：贷款规模有所收缩	8
3.2 价格：净息差大幅下滑	10
3.3 风险：零售不良快速生成	11
4 零售风险缓释，至暗时刻已过	13
5 投资建议	14
6 风险提示	16
6.1 高风险零售资产出清进度不达预期	16
6.2 零售不良加速暴露	16
6.3 宏观经济复苏低于预期	16

图表目录

图表 1: 近一年，平安银行分行行长变动	5
图表 2: 平安银行营业收入分部结构	6
图表 3: 平安银行净利润分部结构	6
图表 4: 上市银行零售贷款占总贷款的比重（截至 2024 年 6 月末）	7
图表 5: 部分股份行零售客户数及 AUM（截至 2024 年 6 月末）	7
图表 6: 部分股份行私行客户数及 AUM（截至 2024 年 6 月末）	8
图表 7: 平安银行贷款增速的拆分以及贷款结构变化	9
图表 8: 平安银行零售贷款余额变化（单位：亿元）	9
图表 9: 平安银行零售贷款结构变化	9
图表 10: 平安银行单季净息差走势及同比降幅	10
图表 11: 平安银行贷款收益率降幅趋缓	10
图表 12: 平安银行存款利率加速下行	10
图表 13: 平安银行处于转型阵痛期，营收、归母净利润同比增速承压	11
图表 14: 零售非房贷款贡献平安银行七成左右的不良	12
图表 15: 不良贷款生成率处于高位	12
图表 16: 平安银行信用卡不良率处于历史高位	13
图表 17: 平安银行贷款增速变化	13
图表 18: 平安银行 PB 估值的变化（截至 2025 年 1 月 10 日）	15
图表 19: 主动偏股型基金对平安银行的持仓市值占基金股票投资市值的比例（截至 2024 年 9 月 30 日）	15
图表 20: 平安银行股息率在上市银行中最高（不考虑再融资潜在摊薄，截至 2025 年 1 月 10 日）	15
图表 21: 财务预测	17
图表 22: 财务预测（续表）	18



1 核心管理层落定，组织架构调整到位

新行长从业经验丰富，且与平安集团协同的能力强。公司现任行长冀光恒先生于2023年6月正式任职。在加入中国平安之前，冀光恒先生曾任沪农商行董事长、浦发银行副行长、工商银行北京分行副行长，具有丰富的银行业管理经验。2020年4月，冀光恒先生加入中国平安，之后曾任中国平安上海总部总经理、陆金所董事长、中国平安党委副书记等，因此也具有较强的集团资源调度能力。

新行长上任后启动组织架构改革，旨在强化总行赋能、分行自主经营的主体责任，以提高对经营环境的适应能力。一是精简总行，部门数量由原先43个缩减至32个，提升总行服务能力。平安银行取消行业事业部制度，理顺条线和分行的关系，经营模式从条线为主，转向以分行为主。公司金融板块全面取消事业部制，将政府金融部、六大行业事业部合并为战略客户部。零售金融板块同样取消事业部制，包括零售片区销售推动部、保险金融事业部、普惠金融事业部、汽车消费金融中心、信用卡中心等。我们认为，在当前信贷需求疲弱、银行“内卷”加剧的背景下，增强总行的服务能力、提高分行的战斗能力，“让听得见炮声的人指挥战斗”有望更好地适应经营环境的变化。

二是做强分行，支持分行壮大客群基础，提升综合化经营。在过去，分行行长不直接负责零售业务，改革后分行行长全面主管业务，允许分行在经营过程中发挥更多的主体作用。与此同时，将资源重点倾斜给重点区域的分行。平安银行根据不同的地区、不同等级进行差异化资源配置，将资源向重点分行倾斜。截至2024年9月30日，平安银行的营业机构（总行、分行及专营机构）合计1167家，较2023年6月末减少38家。我们认为，在零售金融环境尤为疲弱的环境下，赋予分行更大的自主权，有利于提高分行在业务拓展及客户服务上的积极性。与此同时，差异化的资源配置能够提升重点分行的战斗力，提高全行运作的效率。

组织架构及人事调整基本完成，经营迈入正轨。平安银行的组织架构调整的优先级从高到低分别是总行重点部门、主力地区分行、中等地区分行、落后地区分行。从近一年的人事变动来看，平安银行的调整已经覆盖到欠发达地区，结合冀行长的公开发言，可以判断组织架构及干部调整基本已经接近尾声。

图表 1: 近一年，平安银行分行行长变动

平安银行分行	金管局核准日期	对应资产规模 (亿元, 截至 2024H1)
汕头分行	2024/12/5	21.7
呼和浩特分行	2024/10/23	73.7
福建自贸试验区福州片区分行	2024/9/30	28.9
绵阳分行	2023/11/20	51.3

数据来源：国家金融监督管理总局、公司公告、华福证券研究所。



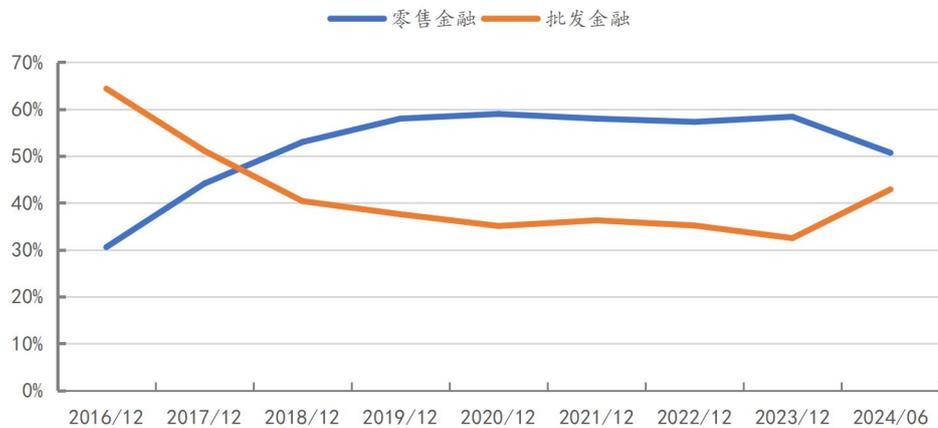
2 零售业务结构调整，但战略主导地位不变

2.1 零售信贷结构优化，对公业务阶段性补位

在经济下行时，居民部门的资产负债表有所恶化，因此平安银行过往较为下沉的零售业务蕴含着极大的风险，零售金融业务的营收以及净利润均明显承压。在此背景下，有必要调整零售业务结构，提高经营的稳健度。具体体现为，一方面等高风险业务到期后逐步清退，另一方面是边际上发力中低风险的资产投放。

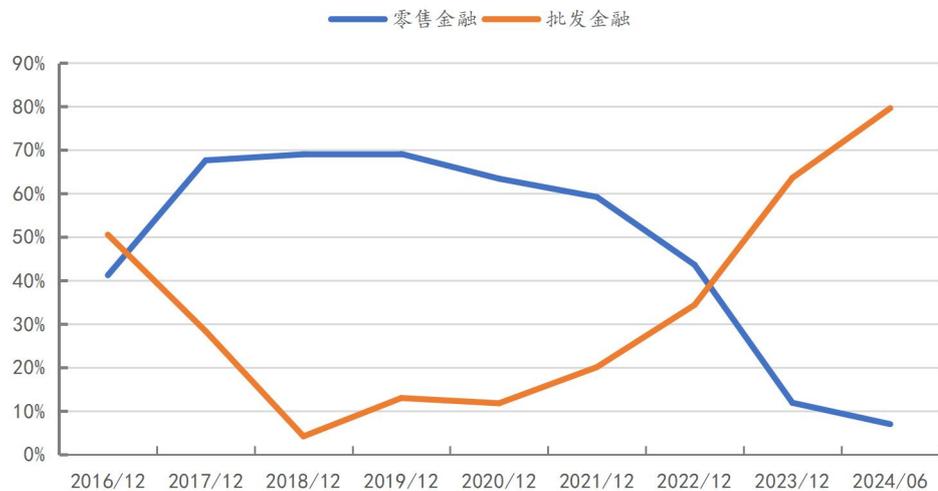
在零售业务调整的转型期，需要对公业务阶段性补位，来填补零售业务的缺口，避免贷款严重收缩，为零售转型争取更多的时间与空间。

图表 2：平安银行营业收入分部结构



数据来源：公司公告、华福证券研究所。注：零售金融业务分部涵盖向个人客户提供的金融产品和服务；批发金融业务分部涵盖向公司类客户、政府机构和同业机构提供金融产品和服务。

图表 3：平安银行净利润分部结构



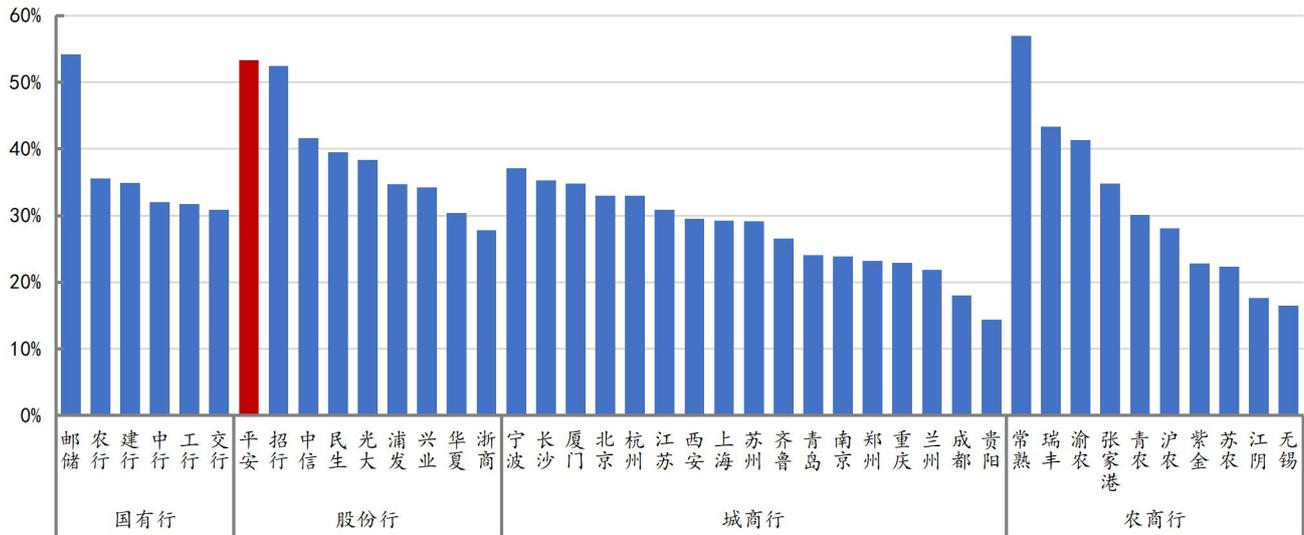
数据来源：公司公告、华福证券研究所。



2.2 以零售为主导的核心战略延续

市场可能会担忧或者质疑平安银行的战略是否开始摇摆，向对公业务倾斜。我们认为，平安银行的战略仍然坚持以零售业务为主导，过往也已经积累了庞大的零售客群，具备坚实的基础和巨大的发展潜力。只是在新的零售增长点建立起来之前，还需要对公业务阶段性补位，缓解零售业务带来的缩表压力。

图表 4: 上市银行零售贷款占总贷款的比重 (截至 2024 年 6 月末)



数据来源: ifind、华福证券研究所

图表 5: 部分股份行零售客户数及 AUM (截至 2024 年 6 月末)

股份行	零售			较 2024 年初增速	
	客户数 (户)	客户资产规模 (亿元)	户均规模 (万元/户)	客户数	客户资产规模
招商银行	202,000,000	142,031	7.0	2.5%	6.6%
兴业银行	104,000,000	48,800	4.7	3.2%	1.9%
中信银行	141,000,000	44,200	3.1	3.1%	4.4%
平安银行	126,190,800	41,206	3.3	0.6%	2.2%
民生银行	132,033,100	28,856	2.2	2.6%	5.7%
光大银行	154,920,700	28,700	1.9	1.8%	5.4%
华夏银行	33,465,000	9,769	2.9	2.1%	4.8%
浙商银行	30,753,500	-	-	14.8%	-

数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所。注: “-”表示上市公司未披露对应数据。



图表 6: 部分股份行私行客户数及 AUM (截至 2024 年 6 月末)

股份行	私人银行			较 2024 年初增速	
	客户数 (户)	客户资产规模 (亿元)	户均规模 (万元/户)	客户数	客户资产规模
招商银行	158,434	-	-	6.4%	-
平安银行	93,500	19,449	2,080	3.7%	1.5%
中信银行	79,800	11,163	1,399	8.0%	8.2%
兴业银行	74,100	9,163	1,237	7.2%	7.2%
光大银行	66,985	-	-	5.5%	-
民生银行	60,165	8,393	1,395	7.6%	8.0%
华夏银行	16,000	-	-	8.9%	-
浙商银行	14,084	2,049	1,455	15.6%	12%

数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所。注: “-”表示上市公司未披露对应数据。

3 零售结构调整带来阵痛，业绩增长阶段性承压

3.1 规模: 贷款规模有所收缩

截至 2024 年 9 月末，平安银行贷款余额较年初减少约 242 亿元，这主要受压降零售高风险贷款的影响。其中，零售贷款余额下滑 1904 亿元，分产品来看，信用卡、消费贷款、经营贷款的余额分别收缩 610 亿元、684 亿元、699 亿元。对公业务积极补位，贷款规模新增 1661 亿元，主要投向制造业、批零业及基建行业，但仍然未能完全补上零售压降的缺口。

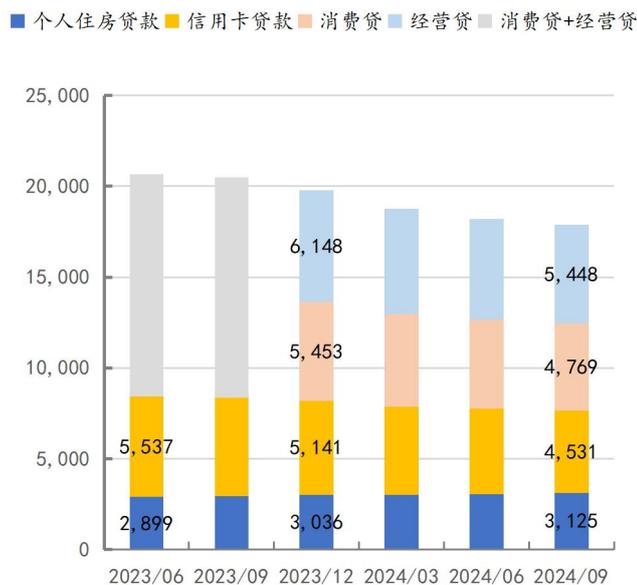
图表 7: 平安银行贷款增速的拆分以及贷款结构变化

贷款-同比拉动	2021-12-31	2022-06-30	2022-12-31	2023-06-30	2023-12-31	2024-06-30	折线图
贷款总计	14.9%	12.2%	8.7%	6.6%	2.4%	-0.7%	
对公贷款	3.4%	5.9%	4.2%	2.6%	4.4%	6.4%	
对公一般贷款	1.9%	2.8%	2.8%	2.9%	3.9%	7.1%	
票据贴现	1.6%	3.2%	1.4%	-0.3%	0.5%	-0.8%	
制造业	0.4%	1.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.7%	
批零售业	1.1%	1.1%	0.7%	0.0%	0.8%	0.6%	
房地产业	0.6%	0.2%	-0.2%	-0.7%	-0.8%	-0.5%	
基建相关	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	
其他行业	1.2%	2.6%	2.5%	2.5%	3.6%	5.0%	
个人贷款	11.5%	6.2%	4.5%	4.0%	-2.1%	-7.1%	
个人住房贷款	1.5%	0.8%	0.2%	0.2%	0.6%	0.5%	
个人非住房贷款	10.0%	5.4%	4.3%	3.8%	-2.7%	-7.6%	

贷款-占比	2021-12-31	2022-06-30	2022-12-31	2023-06-30	2023-12-31	2024-06-30	折线图
贷款总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
对公贷款	37.6%	40.0%	38.5%	39.9%	42.0%	46.6%	
对公一般贷款	32.6%	33.3%	32.6%	33.9%	35.7%	41.3%	
票据贴现	5.0%	6.7%	5.9%	6.0%	6.3%	5.3%	
制造业	5.1%	5.5%	5.5%	5.7%	5.9%	6.5%	
批零售业	3.4%	3.8%	3.7%	3.5%	4.4%	4.2%	
房地产业	9.4%	9.2%	8.5%	8.0%	7.5%	7.6%	
基建相关	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.9%	3.1%	
其他行业	17.2%	18.9%	18.2%	20.1%	21.3%	25.3%	
个人贷款	62.4%	60.0%	61.5%	60.1%	58.0%	53.4%	
个人住房贷款	9.1%	8.8%	8.5%	8.4%	8.9%	9.0%	
个人非住房贷款	53.2%	51.2%	53.0%	51.6%	49.1%	44.4%	

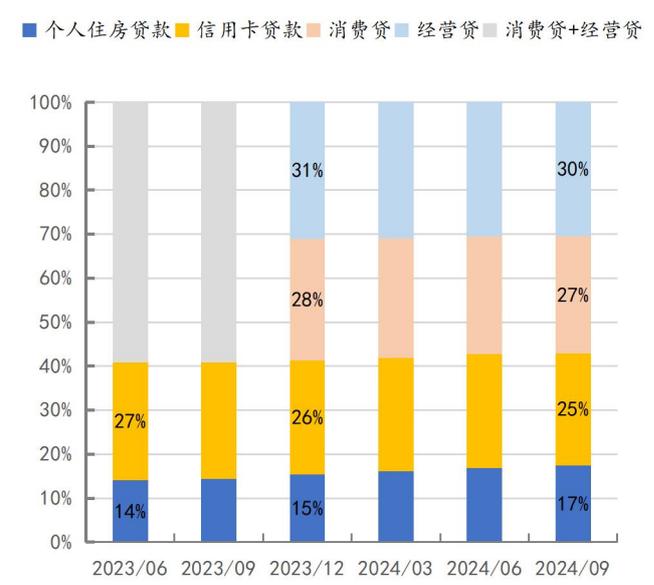
数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所

图表 8: 平安银行零售贷款余额变化 (单位: 亿元)



数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所。注: 2023 年 6 月末、2023 年 9 月末经营贷、消费贷余额未披露。下同, 不再赘述。

图表 9: 平安银行零售贷款结构变化



数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所。

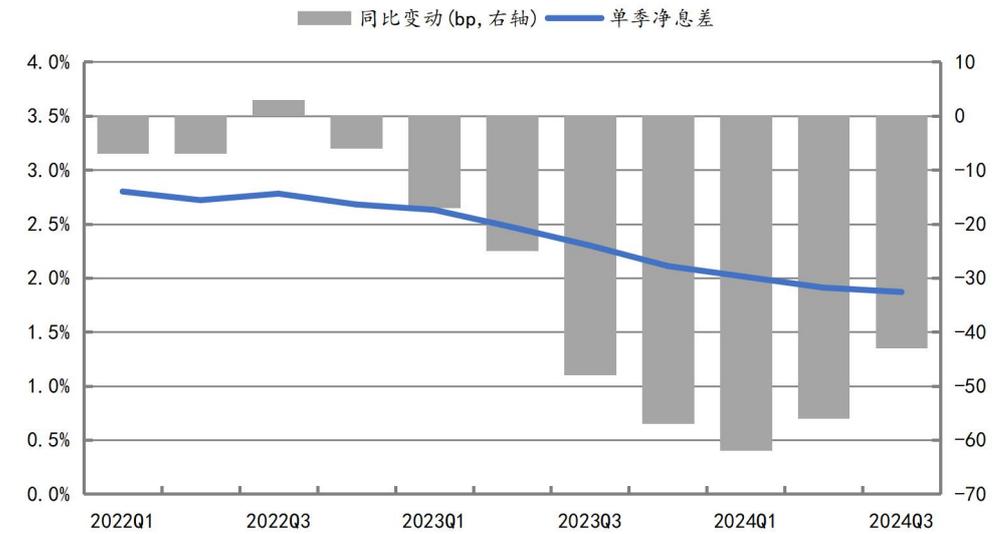


3.2 价格：净息差大幅下滑

2023年、2024年上半年，平安银行净息差同比降幅分别为37bp、59bp，明显大于上市股份行同期平均降幅（22bp、18bp）。

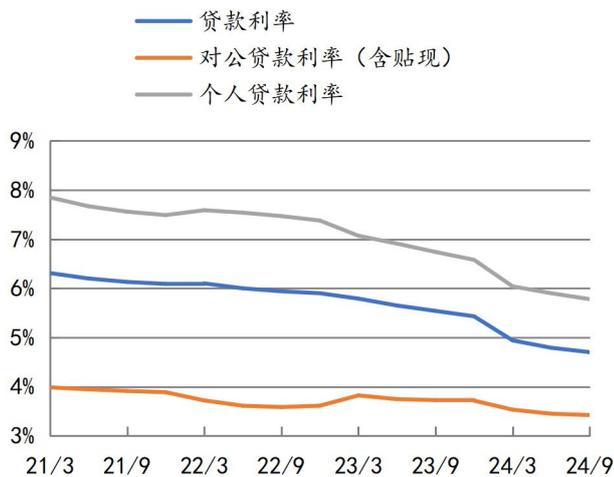
资产端，零售贷款收益率明显下行。2023年以前，零售贷款利率区间为7%~8%，目前已经下滑至5%~6%区间。**负债端**，存款成本率也在加速改善，部分对冲了资产端收益率下行，但是整体净息差收窄的压力仍较大。

图表 10: 平安银行单季净息差走势及同比降幅



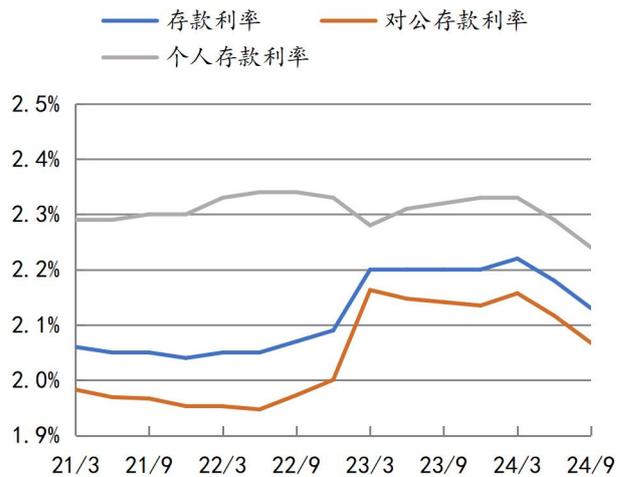
数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 11: 平安银行贷款收益率降幅趋缓



数据来源：ifind、公司公告、华福证券研究所

图表 12: 平安银行存款利率加速下行

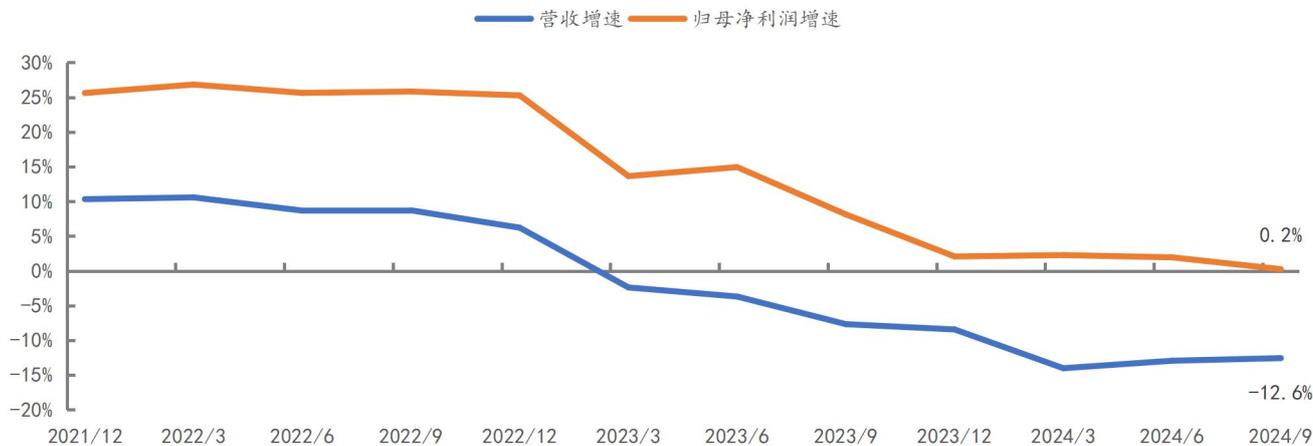


数据来源：ifind、公司公告、华福证券研究所。注：2023Q1，受外币市场利率上升等因素影响，外币存款成本率有所上升。



在量、价齐跌的背景下，业绩阶段性承压。2024 年前三季度，营收增速为-12.6%，在上市银行中垫底，归母净利润在拨备反哺下，勉力维持 0.2% 的正增长。

图表 13：平安银行处于转型阵痛期，营收、归母净利润同比增速承压



数据来源：ifind、公司公告、华福证券研究所

3.3 风险：零售不良快速生成

平安银行不良生成率持续提升，并于 2023 年达到峰值。2024 年前三季度，不良贷款生成率为 1.69%，处于较高水平。具体来看，零售非房贷款贡献七成左右的不良。

以典型产品信用卡为例，由于客群较为下沉，不良快速生成，进而推高不良率。截至 2024 年 9 月末，信用卡不良率为 2.64%，保持较高水平。

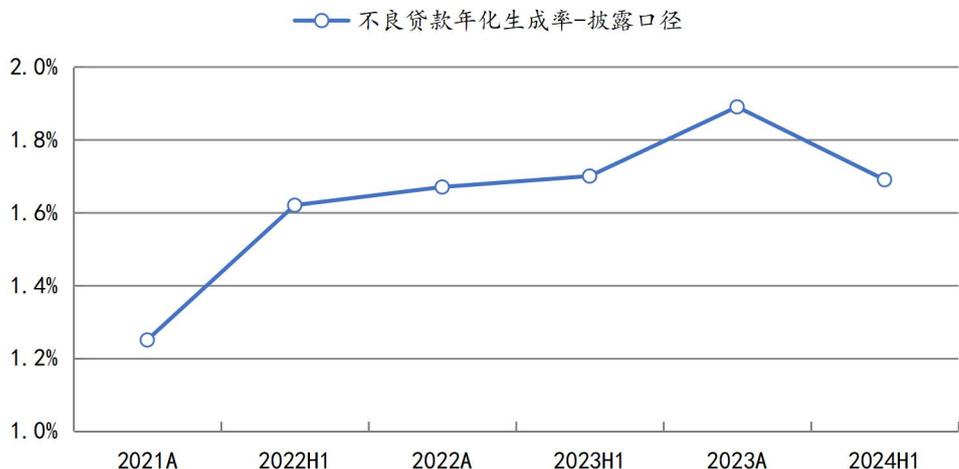
图表 14: 零售非房贷款贡献平安银行七成左右的不良

不良率	2022-12-31	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	折线图
贷款总计	1.05%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	
对公贷款	0.61%	0.63%	0.66%	0.66%	0.65%	
对公一般贷款	0.72%	0.74%	0.78%	0.75%	0.73%	
制造业	0.53%	0.32%	#N/A	0.67%	#N/A	
批零售业	0.39%	1.17%	#N/A	1.19%	#N/A	
房地产业	1.43%	0.86%	#N/A	1.26%	#N/A	
基建相关	1.39%	0.05%	#N/A	0.04%	#N/A	
其他行业	0.19%	0.59%	#N/A	0.47%	#N/A	
个人贷款	1.32%	1.37%	1.41%	1.42%	1.43%	
个人住房贷款	0.28%	0.30%	0.30%	0.44%	0.60%	
个人非住房贷款	1.49%	1.56%	1.62%	1.62%	1.61%	
信用卡贷款	2.68%	2.77%	2.77%	2.70%	2.64%	
消费贷款	1.08%	1.23%	1.39%	1.46%	1.26%	
经营贷款	3.39%	0.83%	0.88%	0.83%	1.04%	

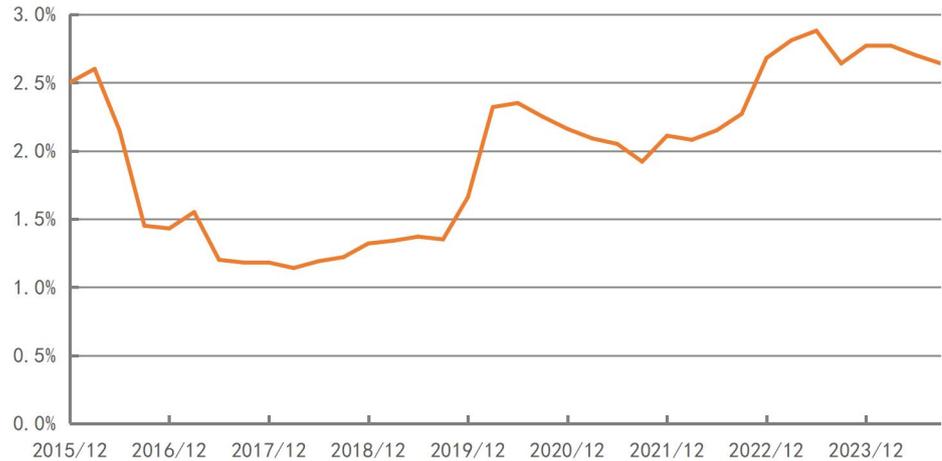
不良率-拆解	2022-12-31	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	折线图
贷款总计	1.05%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	
对公贷款	0.24%	0.26%	0.31%	0.31%	0.31%	
对公一般贷款	0.24%	0.26%	0.31%	0.31%	0.31%	
制造业	0.03%	0.02%	#N/A	0.04%	#N/A	
批零售业	0.01%	0.05%	#N/A	0.05%	#N/A	
房地产业	0.12%	0.06%	#N/A	0.10%	#N/A	
基建相关	0.04%	0.00%	#N/A	0.00%	#N/A	
其他行业	0.03%	0.13%	#N/A	0.12%	#N/A	
个人贷款	0.81%	0.80%	0.76%	0.76%	0.76%	
个人住房贷款	0.02%	0.03%	0.03%	0.04%	0.06%	
个人非住房贷款	0.79%	0.77%	0.73%	0.72%	0.70%	
信用卡贷款	0.47%	0.42%	0.38%	0.37%	0.35%	
消费贷款	0.20%	0.20%	0.20%	0.21%	0.18%	
经营贷款	0.59%	0.15%	0.15%	0.14%	0.17%	

数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所

图表 15: 不良贷款生成率处于高位



数据来源: 公司公告、华福证券研究所。

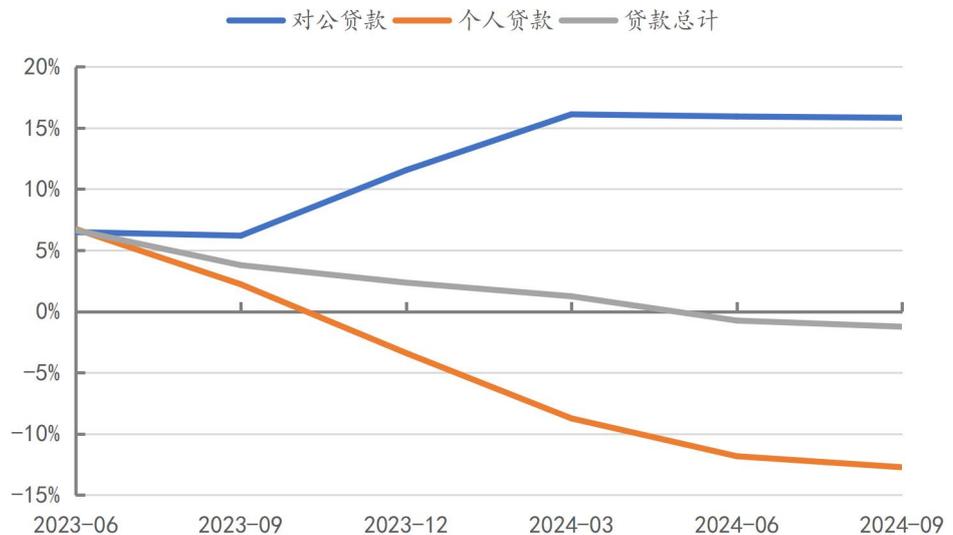

图表 16: 平安银行信用卡不良率处于历史高位


数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所。

4 零售风险缓释，至暗时刻已过

平安银行自 2023 年 6 月开始推进零售结构调整，至今已接近一年半，我们预计 2024 年高风险零售资产基本出清。展望 2025 年，零售不良生成的压力有所缓解，基本面受零售业务结构调整的压制也会边际减轻。

生息资产增速有望回升。零售端，高风险资产的压降基本结束，中低风险贷款有望逐渐投放上量，而且未来随着零售需求的恢复，也会带来一定的增量空间。对公端，持续发力总分行战略客群，培育新的增长动能。综合来看，贷款增速有望回升。我们预计，2024-2026 年，平安银行的生息资产增速分别为 4.0%、5.0%、10.0%。

图表 17: 平安银行贷款增速变化


数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所。



净息差降幅回归至行业一般水平。随着资产结构调整逐渐进入尾声，以及负债端成本继续加速改善，2025年净息差降幅有望回归到股份行一般水平，对基本面的压制也有望减轻。我们预计2024-2026年净息差分别为1.92%、1.72%、1.57%。

零售不良生成压力相较今年有所缓解。考虑到2024年高风险零售资产已经被大幅压降，资质较差的客群风险已经充分暴露。展望2025年，只要居民部门资产负债表没有出现显著的恶化，那么零售不良生成压力将有所缓解，进而减轻拨备计提压力，对业绩形成一定的提振作用。

综上，我们预计公司2025年的业绩压力相较2024年有望减轻，2024-2026年营业收入增速分别为-11.9%、-4.7%、0.3%，归母净利润增速分别为0.0%、0.5%、4.5%。

5 投资建议

我们认为，当前平安银行悲观预期消化充分，基本面至暗时刻已过，明年在高风险零售资产出清的背景下，不良生成有望放缓，业绩边际改善。综合来看，攻守兼备，首次覆盖给予“买入”评级。

悲观预期已反映充分。从估值来看，最新PB估值为0.53倍，在近5年、10年分别处于17%、9%分位数。从仓位来看，主动偏股型基金对平安银行的持仓接近于0%。从股息来看，最新动态股息率高达6.38%，在A股上市银行中最高。

高风险零售资产基本出清，至暗时刻已过。2024年高风险零售资产大幅出清，已经消化了极大的压力，2025年业绩的压制有望解除。在零售信贷环境没出现明显恶化的前提下，明年不良生成有望持续放缓。

具备正向期权价值。平安银行把握顺周期的能力较强。展望后续，如果房地产、消费等领域出现边际的正向变化，预计会对其形成较强的催化作用。但如果没有出现边际改善，平安银行仍然可以依靠不良的消化、业绩触底实现估值的修复。

图表 18: 平安银行 PB 估值的变化 (截至 2025 年 1 月 10 日)



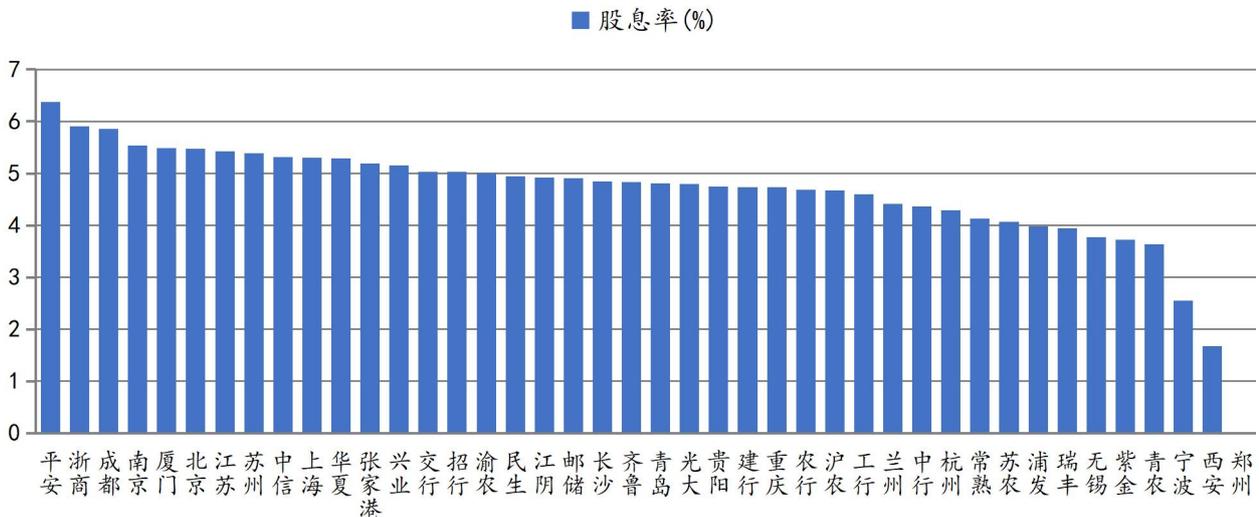
数据来源: ifind、华福证券研究所

图表 19: 主动偏股型基金对平安银行的持仓市值占基金股票投资市值的比例 (截至 2024 年 9 月 30 日)



数据来源: ifind、wind、华福证券研究所

图表 20: 平安银行股息率在上市银行中最高 (不考虑再融资潜在摊薄, 截至 2025 年 1 月 10 日)



数据来源: ifind、华福证券研究所



6 风险提示

6.1 高风险零售资产出清进度不达预期

零售转型不及预期，高风险零售资产压降慢于预期。

6.2 零售不良加速暴露

居民收入预期恶化、抵押品价值波动加剧等导致零售贷款不良风险持续暴露。

6.3 宏观经济复苏低于预期

政策力度及效果低于预期，有效需求不足，经济持续弱势。


图表 21: 财务预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表 (亿元)						
净利息收入	1,203	1,301	1,180	978	907	883
手续费及佣金	331	302	294	247	284	313
其他收入	2	2	2	2	2	2
营业收入	1,694	1,799	1,647	1,450	1,382	1,386
营业税及附加	16	17	17	18	19	20
业务管理费	496	511	477	420	400	401
拨备前利润	1,197	1,286	1,168	1,028	980	983
计提拨备	750	713	592	452	401	378
税前利润	447	573	576	576	579	605
所得税	95	117	113	113	113	118
归母净利润	351	456	464	464	466	487
资产负债表 (亿元)						
贷款总额	30,634	33,292	34,075	33,781	35,770	39,663
同业资产	1,791	2,738	4,251	4,573	4,802	5,282
证券投资	12,829	13,566	13,909	15,969	16,472	17,795
生息资产	47,588	51,579	54,108	56,272	59,086	64,995
非生息资产	1,626	1,636	1,763	1,622	1,687	1,754
总资产	49,214	53,215	55,871	57,894	60,773	66,749
客户存款	29,905	33,523	34,583	35,666	37,511	41,504
其他计息负债	13,973	13,579	15,121	15,966	16,635	18,233
非计息负债	1,381	1,767	1,444	1,227	1,276	1,327
总负债	45,259	48,868	51,148	52,859	55,423	61,064
股东权益	3,954	4,347	4,723	5,036	5,350	5,685
每股指标						
每股净利润(元)	1.73	2.20	2.25	2.39	2.40	2.51
每股拨备前利润(元)	6.17	6.62	6.02	5.30	5.05	5.07
每股净资产(元)	16.77	18.80	20.74	22.34	23.96	25.69
每股总资产(元)	254	274	288	298	313	344
P/E	6.59	5.18	5.07	4.77	4.75	4.54
P/PPOP	1.85	1.72	1.89	2.15	2.26	2.25
P/B	0.68	0.61	0.55	0.51	0.48	0.44
P/A	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.03
利率指标						
净息差(NIM)	2.79%	2.75%	2.38%	1.92%	1.72%	1.57%
净利差(Spread)	2.74%	2.67%	2.31%	1.87%	1.68%	1.54%
生息资产收益率	4.95%	4.83%	4.52%	3.93%	3.53%	3.33%
计息负债成本率	2.21%	2.16%	2.25%	2.11%	1.89%	1.84%
盈利能力						
ROAA	0.75%	0.89%	0.85%	0.82%	0.79%	0.76%
ROAE	11.34%	13.20%	12.09%	11.10%	10.37%	10.11%
拨备前利润率	2.55%	2.51%	2.14%	1.81%	1.65%	1.54%

数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所



图表 22: 财务预测 (续表)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入增长						
归母净利润增速	25.0%	29.6%	1.8%	0.0%	0.5%	4.5%
拨备前利润增速	11.7%	7.4%	-9.1%	-12.0%	-4.7%	0.3%
税前利润增速	24.3%	28.2%	0.6%	0.0%	0.5%	4.5%
营业收入增速	10.3%	6.2%	-8.4%	-11.9%	-4.7%	0.3%
净利息收入增速	20.8%	8.1%	-9.3%	-17.1%	-7.3%	-2.7%
手续费及佣金增速	-24.0%	-8.6%	-2.6%	-16.0%	15.0%	10.0%
营业费用增速	7.3%	3.1%	-6.7%	-11.9%	-4.7%	0.3%
规模增长						
生息资产增速	10.4%	8.4%	4.9%	4.0%	5.0%	10.0%
贷款净额增速	14.3%	8.6%	2.4%	-1.0%	5.9%	10.9%
同业资产增速	-34.3%	52.9%	55.3%	7.6%	5.0%	10.0%
证券投资增速	12.2%	5.7%	2.5%	14.8%	3.2%	8.0%
其他资产增速	3.2%	0.6%	7.8%	-8.0%	4.0%	4.0%
计息负债增速	10.3%	7.3%	5.5%	3.9%	4.9%	10.3%
存款增速	10.9%	12.1%	3.2%	3.1%	5.2%	10.6%
同业负债增速	-14.5%	16.1%	17.7%	20.8%	4.9%	10.3%
股东权益增速	8.6%	9.9%	8.7%	6.6%	6.2%	6.3%
资产质量						
不良贷款率	1.02%	1.05%	1.06%	1.06%	1.06%	1.05%
正常	97.56%	97.13%	97.19%			
关注	1.42%	1.82%	1.75%			
次级	0.59%	0.57%	0.56%			
可疑	0.24%	0.29%	0.32%			
损失	0.19%	0.19%	0.18%			
拨备覆盖率	288%	290%	278%	258%	257%	255%
资本状况						
资本充足率	13.34%	13.01%	13.43%	14.17%	14.31%	13.93%
核心一级资本充足率	8.60%	8.64%	9.22%	10.03%	10.24%	10.00%
资产负债率	91.96%	91.83%	91.55%	91.30%	91.20%	91.48%
其他数据						
总股本(亿)	194	194	194	194	194	194

数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn