

2025 年 05 月 30 日

# 中国平安 (601318. SH)

投资评级：买入（首次）

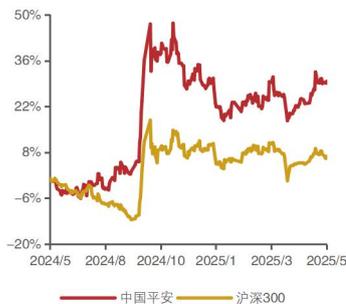
——25 年寿险 NBV 有韧性，股息政策积极

## 证券分析师

陆韵婷  
SAC: S1350525050002  
luyunting@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 05 月 29 日

收盘价 (元)	53.52
一年内最高/最低 (元)	62.80/40.22
总市值 (百万元)	974,611.76
流通市值 (百万元)	974,611.76
总股本 (百万股)	18,210.23
资产负债率 (%)	89.84
每股净资产 (元/股)	51.61

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

### ➤ 25Q1 业绩 OPAT 和 NBV 表现较强。

中国平安 25Q1 集团营收和归母净利润同比分别下降 5.2% 和 26.4% 至 2328 亿元和 270 亿元，利润下降主要是受好医生联营转并表带来的一次性 34 亿财务损失和 TPL 账户中债券价值的波动，作为分红基数的集团 OPAT 同比增长 2.4% 至 379 亿元，其中核心寿险业务受益于 NBV34.9% 的较高增长和边际提升的利率水平实现了 5% 的 OPAT 增速，财险综合成本率同比下降 3pct 至 96.6% 的较好水平，集团保险资金非年化综合投资收益率同比提升 0.2pct 至 1.3%，带动集团归母净资产较年初增加 1.2% 至 9397 亿元。从指标来看，净利润略不及市场预期，但 OPAT 和 NBV 增速较为强劲，优于市场预期。

### ➤ 25 年寿险产能或有压力，靠爆品打高点，银代市占率有望快速提升。

平安的寿险业务 25Q1 的归母净利润和归母 OPAT 分别占集团 71.7% 和 70.9%，依然是核心支柱业务：

1、个险方面，23-24 年两次预定利率下调带来新单保费高基数压力（23-24 年平安个险人均月均新单达到 3.37 和 3.54 万元），传统险转分红险短期会面临客户适配和销售逻辑变化的挑战，因此 25 年的个险需要一些爆款和策略性产品的支撑。25Q2 平安推出金越分红增额终身寿司庆版，该产品凭借搭配独立分红账户可能实现较高的分红结算利率而受到欢迎，同时联动基本法，如果按照首年保费 3 万-5 万元，首年佣金率 8%-12% 来计算，预计单件司庆产品首年佣金可接近 3000 元，有利于队伍留存和发展；同时该款产品的热销带动队伍销售分红险的热情和信心；

2、银代有望延续 1 季度（NBV 同比 171% 的增长）以来的高增，一方面平安重启平安银行外部的银保业务和行业放开“1+3”限制（24 年 5 月下发的《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》）的时间还不长，平安银代开展网点数或仍在快速增长，另一方面平安近年来通过举牌银行股，认购银行永续债等多种方式实现了良好的银保合作关系；

3、25 年 margin 依然有较大提升空间，25Q1 按首年保费口径平安的 NBVmargin 同比提升 11.4pct 至 28.3%，我们认为全年的 NBV 依然是由 margin 驱动，一方面今年主销的分红险由于风险更低，平安对其设置的风险贴现率为 7.5%，较传统险低 1pct，使得分红险 margin 较传统险 margin 的下降幅度好于过去，另一方面下半年寿险有较大可能继续调低预定利率，此外平安去年在营运偏差为正的情况下依然对假设有一定调整，可能是为即将实行的个险报行合一做准备，我们预计这也将提升不低的 margin；

4、寿险也面临挑战，主要是基础管理弱化后高绩优（钻石/钻会）人力的下降以及 2024 年 NBV 的绝对额（285 亿元）只有历史高点 19 年（759 亿元）的 37.6%，

致使 CSM 余额增速尚未转正。

➤ **风险出清的高点大概率已经过去，科技分部资本处理或进入尾声。**

市场对平安较为担忧的是地产风险和科技子公司的处理风险，我们认为风险处置高点大概率已经过去：

1、刨除单独上市的平安银行，21-24 年平安集团其他子板块的信用和资产减值损失分别为 312 亿、106 亿、200 亿和 433 亿，主要集中在寿险和资管，其中寿险部分的地产持仓在保险投资组合中有较为明确的披露，即 24 年末持仓余额为 2025 亿元，3.5%的占比已经压缩较多，我们理解在 24 年整体投资收益较好的环境下平安加快对风险的减值；资管板块的不动产风险主要集中在信托和不动产子公司，主要还是和全国地产周期高度相关，当前 70 个中大城市房屋销售指数较前期高点（21 年 6 月）回落的幅度已经较大，我们认为银行等大型金融机构基本都经受住了资产负债表的冲击考验，对照平安最大不动产风险敞口的华夏幸福的处置体量，我们大致判断虽然 25-27 年平安依然会有不动产相关的减值处理，但高峰大概率已经在 23-24 年计提；

2、相较于 18-20 年平安将科技子公司业务对外输出并分拆单独上市的周期，近年来平安战略发生变化，科技板块也更名为金融赋能业务，更强调和金融主业的协同，四大上市主体也经历出售、私有化和联营转并表的变化，其中陆金所和平安健康在 24 年和 25Q1 由联营转并表，分别确认 127.6 亿和-34.1 亿元的财务影响，我们预计 25 年在处置完汽车之家的出售和金融壹账通的私有化后，平安的报表或将不再有这类业务的一次性财务冲击。

➤ **平安股息政策积极：**

1、意愿上，平安股息政策在挂钩 OPAT 的同时保持了每年每股现金分红额的绝对值增长，例如在 23 年 OPAT 同比下降 19.7%的不利影响下，公司依然把全年每股现金股息增加 0.01 元至 2.43 元，保持绝对值的正增长；

2、能力上，在 24 年海外市场发行了可转债后，集团可动用资金金额从 21-23 年的 370-420 亿区间上升到现在的 745 亿平台，够支撑接近 2 年的现金分红，集团的可动用资金增量主要来源于各子公司对集团的分红，其中过去两年寿险有偿付能力的制约，其他子公司有地产风险处置的压力，现在一方面监管对寿险偿付能力进行逆周期调节，包括把股票投资的风险因子进一步调降 10%，延长偿二代二期过渡期的时间等，另一方面集团在 25 年 4 月的董事会通过了境内发行不超过 500 亿债券融资工具的议案，可在需要时候发行资本补充债补充核心资本和附属资本；

以 5 月 29 日收盘价和 24 年平安每股 2.55 元的股息计算，当前平安 A 股和 H 股的股息率为 4.76%和 6.00%。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1351/1543/1678 亿元，同比增速分别为 6.7%/14.2%/8.8%，25-27 年每股内含价值为 83.4/88.5/94.2 元，当前股价对应 PEV 估值为 0.64/0.60/0.57 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示。1、长期国债利率大幅下降；2、权益市场大幅向下波动；3、新单保**

## 费大幅下降。

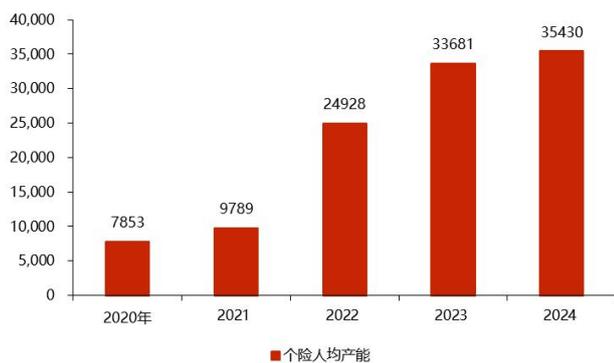
盈利预测与估值 (人民币)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	9138	10289	10706	11162	11832
同比增长率 (%)	-8.43%	12.60%	4.05%	4.26%	6.00%
归母净利润 (亿元)	857	1266	1351	1543	1678
同比增长率 (%)	-22.83%	47.79%	6.68%	14.22%	8.75%
每股收益 (元/股)	4.70	6.95	7.42	8.47	9.21
市盈率 (P/E)	11.3	7.7	7.2	6.3	5.8
每股内含价值 (元/股)	76.34	78.12	83.43	88.53	94.21
内含价值估值 (P/EV)	0.70	0.68	0.64	0.60	0.57

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

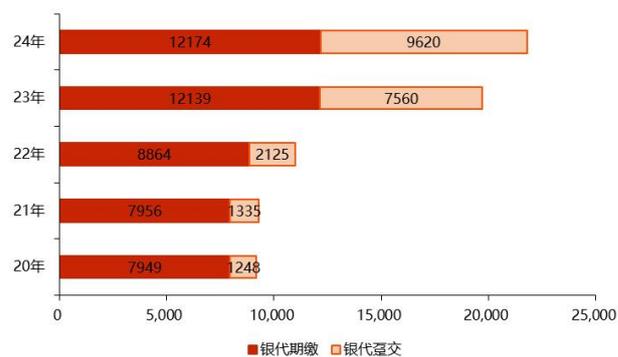
**图表 1：平安集团各部分归母营运利润占比和同比情况：百万元，%**

归母营运利润	24 年	25 年 Q1	24 年占比	25Q1 占比	25Q1 同比增长
寿险	96975	26864	79.6%	70.9%	5.0%
财险	14952	3237	12.3%	8.5%	-16.4%
银行	25796	8170	21.2%	21.6%	-5.6%
资产管理业务	-11899	1085	-9.8%	2.9%	19.2%
金融赋能	-29	547	0.0%	1.4%	-370.8%
其他及抵消	-3932	-1996	-3.2%	-5.3%	9.9%
集团合并	121862	37907	100.0%	100.0%	2.4%

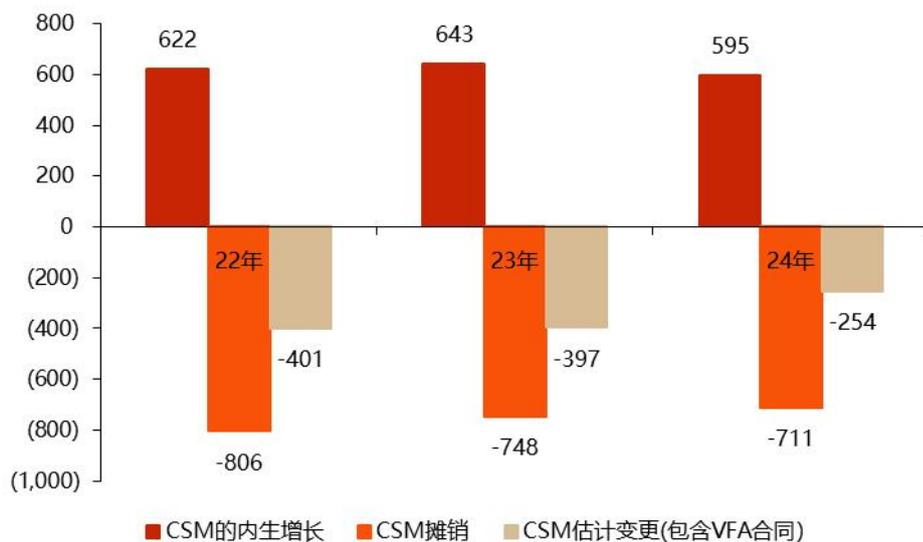
资料来源：公司公告、华源证券研究所

**图表 2：平安个险人均产能已经在较高位置：元/月/人**


资料来源：公司公告、华源证券研究所

**图表 3：平安银代趸交期缴共同增长：百万元**


资料来源：公司公告、华源证券研究所

**图表 4：平安寿险 CSM 的内生增长（新业务贡献 CSM+预期利息增长）慢于摊销速度：亿元**


资料来源：公司公告、华源证券研究所

**图表 5：中国平安近 5 年资产和信用减值情况：百万元**

	寿险	财险	资管	金融赋能（科技）	内部抵消	合计
24 年	22284	1469	13056	6799	-277	43331
23 年	1850	505	17251	269	102	19977
22 年	628	32	9352	600	2	10614
21 年	24492	1496	4148	1033	56	31225
20 年	734	1423	6393	218	212	8980

资料来源：公司公告、华源证券研究所

**图表 6：主要科技子公司的近年变动情况**

	上市时间	事件	对平安集团报表影响
陆金所	美股 2020/10/30; 港股双重主要上市 2023/4/14	24 年 3 月，陆金所控股宣布发放 100 亿人民币的特别股息， 24 年 7 月平安选择以股代息，股息派发后中国平安控制的陆 金所控股股份将达到 56.82%，将被动并表陆金所控股	24 年联营转并表后，一次 性确认收益 127.6 亿元， 已确认完毕
平安健康	港股 2018/5/4	24 年 11 月，平安好医生宣布发放 108 亿港币的特别股息， 25 年 1 月平安选择以股代息，股息派发后中国平安持有的平 安健康股权比例达到 52.74%从而被动并表好医生	25Q1 年联营转并表后，一 次性确认亏损 34 亿元，已 确认完毕
金融壹账通	美股 2019/12/13; 港股双重主要上市 2022/7/4	25 年 3 月金融壹账通就私有化进行预告，5 月正式公告大股东 要求董事会以协议安排方式将公司私有化，当前平安间接全资 控股的铂煜持有金融壹账通 30.18%股份	考虑到壹账通股价和净资产 的下降，预计对平安有一 次性负面财务影响，会 计处理大概率 25 年完毕
汽车之家	美股 2013/12/11; 港股二次上市 2021/3/15	25 年 2 月，汽车之家发布公告称，中国平安旗下云辰资本向 海尔集团子公司卡泰驰控股出售汽车之家 41.91%股份，交易 完成后将不再为大股东，持股比例降到 4.98%	41.91%股权转让对价约 18 亿美元，会计处理预计 25 年完毕

资料来源：各公司公告，wind，华源证券研究所

**图表 7：平安分红情况，保证每年 dps 绝对额的增加：元/股，%，百万元**

	每股现金分红 dps (元/股)	dps 增速 (%)	现金分红金额 总额(百万元)	OPAT (百万 元)	现金分红 /OPAT (%)
24 年	2.55	4.9%	46174	121863	37.9%
23 年	2.43	0.4%	44002	117989	37.3%
22 年	2.42	1.7%	43820	148365	29.5%
21 年	2.38	8.2%	43136	147961	29.2%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

**图表 8：平安可动用资金情况：24 年有一定回暖：百万元**

	24 年	23 年	22 年	21 年	20 年
期初可动用资金	37407	42958	41581	42705	45068
子公司分红	58002	62820	56010	50681	41449
集团对外分红	-44002	-44002	-43820	-41469	-38241
股份回购			-1101	-3900	-994
对子公司的增资			-10533	-6550	
发行可转换债净额	24692				
其他	-1534	-24369	821	114	-4577
期末可动用资金	74565	37407	42958	41581	42705

资料来源：公司公告、华源证券研究所

**附录：财务预测摘要**

利润表：人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>一、营业收入</b>	<b>913789</b>	<b>1028925</b>	<b>1070579</b>	<b>1116222</b>	<b>1183200</b>
保险服务收入	536440	551186	575710	606175	633551
银行业务利息净收入	118947	93913	88823	89534	86894
非保险业务手续费及佣金净收入	37033	37945	41598	45863	50888
投资收益(包括非银行利息收入，投资收益和公允价值变动)	146355	273744	285244	293893	325416
汇兑损益	120	380	3300	0	200
其他业务收入	71771	69733	73773	78557	83851
资产处置损益	563	3	30	0	0
其他收益	2560	2021	2100	2200	2400
<b>二、营业支出</b>	<b>-792936</b>	<b>-857276</b>	<b>-892118</b>	<b>-919203</b>	<b>-968949</b>
保险服务费用	-440178	-449102	-468870	-493506	-514787
税金及附加	-3665	-3579	-4462	-4678	-4902
业务及管理费	-80212	-80473	-85537	-87997	-92033
提取保费准备金	-230	-356	-355	-354	-353
非银行业务利息支出	-24346	-19405	-20243	-20339	-23488
其他业务成本	-38086	-36299	-43734	-44355	-48138
减值损失	-79071	-92759	-83250	-71680	-66627
<b>三、营业利润</b>	<b>120853</b>	<b>171649</b>	<b>178461</b>	<b>197018</b>	<b>214252</b>
<b>四、利润总额</b>	<b>120117</b>	<b>170495</b>	<b>178461</b>	<b>197018</b>	<b>214252</b>
<b>五、净利润</b>	<b>109274</b>	<b>146733</b>	<b>153476</b>	<b>171406</b>	<b>186399</b>
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>85665</b>	<b>126607</b>	<b>135059</b>	<b>154265</b>	<b>167759</b>
<b>资产负债表：人民币百万元</b>					
货币资金	577212	683433	712390	784508	863789
定期存款	239598	280954	313452	329494	345516
金融投资	5948285	7152954	8192485	9335651	10503674
——以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1803047	2377074	2849560	3294936	3800672
——债权投资	1243353	1232450	1282302	1333664	1382062
——其他债权投资	2637008	3186937	3561950	4079444	4578082
——其他权益投资	264877	356493	498673	627607	742859
长期股权投资	258877	185514	213717	235353	293688
发放贷款及垫款	3318122	3391837	3326994	3393533	3563210
其他资产	1241320	1263135	1488763	1611631	1705903
<b>总资产</b>	<b>11583414</b>	<b>12957827</b>	<b>14247800</b>	<b>15690169</b>	<b>17275780</b>
保险合同负债	4159801	4984795	5682420	6457031	7280450

吸收存款	3418155	3541448	3753967	3941665	4138749
其他负债	2776497	3126872	3409452	3745078	4149856
<b>总负债</b>	<b>10354453</b>	<b>11653115</b>	<b>12845839</b>	<b>14143774</b>	<b>15569055</b>
股本	18210	18210	18210	18210	18210
资本公积	134606	121204	121204	121204	121204
减：库存股	-5001	-5001	-5001	-5001	-5001
其他综合收益	-13044	-55761	-85482	-89058	-92486
盈余公积	12164	12164	12164	12164	12164
一般风险准备	130353	144314	157820	173246	190022
未分配利润	621723	693470	768381	858246	957806
<b>归属于母公司股东权益合计</b>	<b>899011</b>	<b>928600</b>	<b>987296</b>	<b>1089011</b>	<b>1201919</b>
少数股东权益	329953	376112	414664	457384	504806
股东权益合计	1228964	1304712	1401961	1546395	1706725
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11583417</b>	<b>12957827</b>	<b>14247800</b>	<b>15690169</b>	<b>17275780</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。