

2025 年 09 月 04 日



投资评级： 买入（维持）

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 09 月 03 日
收盘价（元）	57.78
一年内最高/最低（元）	62.80/41.82
总市值（百万元）	1,046,259.55
流通市值（百万元）	1,046,259.55
总股本（百万股）	18,107.64
资产负债率（%）	90.06
每股净资产（元/股）	51.84

资料来源：聚源数据

中国平安(601318.SH)

——新业务 CSM 表现较好，上半年侧重 OCI 股票配置

投资要点：

事件：中国平安公布 2025 年中报，营收和归母净利润分别同比+1.0%和-8.8%至 5001 亿和 680 亿，归母营运利润 OPAT 同比增长 3.7%至 777 亿元，归母净资产较年初增加 1.7%至 9440 亿元，寿险 NBV 同比增长 39.8%，财险 COR 改善 2.6pps 至 95.2%，非年化综合投资收益率同比改善 0.3pps 至 3.1%，中期每股分红同比增长 2.2%至 0.95 元，6 月末可动用资金 656 亿元，各项指标均符合市场预期；9 月 2 日公司公告将于 9 月 3 日注销 1.03 亿股 A 股，约占注销前总股本的 0.56%，注销完成后将进一步提升每股指标。

点评：

- **环比财务指标角度：**中国平安 Q2 单季度归母净利润和归母 OPAT 同比增长 8.2%和 4.9%，均较 1 季度走好，Q2 末归母净资产较 Q1 末增加 0.45%；
- **分部角度：**
 - 25H1 中国平安的寿险、财险、银行、资管和金融赋能板块的 OPAT 增速分别为 2.5%，1.0%，-3.9%，110%和 179%，分别占比 67.5%，12.9%，18.5%，3.5%和 1.0%，寿险板块依然是核心业务；
 - 中国平安的财险利润的改善是因为综合成本率实现了 2.6pps 的优化，主要来自于车险和保证保险业务的好转，其中车险的 COR 由 24 上半年的 98.1%下降至 25 上半年的 95.5%，这主要源于 24 年车险报行合一监管的进一步强化以及新准则下手续费的滞后体现，同时平安在 25 上半年实现保证保险的承保盈利，这一趋势和众安在线等同业一致，我们认为这可能和金融市场流动性变好、催收力度加强有关；
 - 中国平安资管业务的归母净利润增加了 14.3 亿元，主要是财务费用减少 29.4 亿，减值计提较去年同期略增 3.4 亿元至 27.5 亿；
 - 中国平安的科技业务归母净亏损 26 亿元，主要源于好医生并表产生的 34.14 亿元的一次性损失，后续观察金融一账通或有私有化的会计处理影响；
- **寿险业务情况：**
 - 25 上半年平安寿险的 NBV 增长主要由银保渠道贡献，银保期缴新单增长 149%，新业务价值率 margin 达到 28.6%的高盈利状态，两者共同拉动银保实现 169%的 NBV 高增长，我们预计这和平安银保网点的有效扩张、集团和银行的综合合作等有关，预计未来或将保持较快增速；
 - 25 上半年平安寿险个险渠道的代理人数量和活动率继续下降，其中活动率同比下降 6pps 至 49.9%，上半年个险的主要增长动力来自于“金越”分红司庆产品和面向临退休人群的“御享天年”两款产品销售情况较好；
 - 寿险 NBV 的 CSM 表现较好，同比实现了 6.2%的增长，我们预计主要和预定利率下降以及增额终寿增加有关；6 月末 CSM 余额已经较年初微增，年末有望迎来公共卫

生事件后的首个正增长；

➤ **投资业务情况：**

1. 从寿险短期投资波动仍为负可以看到上半年寿险投资收益率还没达到年化 4% 的总投资收益率假设；财险在承保利润大幅增加 126% 的情况下净利润只同比增加 1%，主要由于投资收益下降 30.2%，整体来看，平安上半年总投资收益情况平平；
2. 从资产配置来看，中国平安 25 上半年对 TPL 账户的债券仓位从年初的 16.9% 降至 15.2%，二级权益资产（股票+权益基金）比重较年初大幅增加 2.6pps 至 12.6%，其中大幅增持 1611 亿 OCI 股票，当前 OCI 股票占股票比重为 65%，较年初增加了 5.2pps；
3. 中国平安 25 上半年 OCI 权益投资情况相对交易性投资表现更好，使得综合投资收益同比增加 24.5%，非年化综合投资收益率同比增加 0.3pps 至 3.1%。

➤ **盈利预测与评级：**整体来看中国平安 25 年中报符合预期，特别是主业的寿险业务 CSM 开始走稳，后续盈利能力或将体现，上半年投资端主要靠 OCI 权益贡献，TPL 投资较为普通。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1306/1480/1732 亿元，同比增速分别为 3.2%/13.3%/17.0%，25-27 年每股内含价值为 85.1/91.1/97.8 元，当前股价对应 PEV 估值为 0.68/0.63/0.59 倍，维持“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）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	9138	10289	10722	11569	12654
同比增长率（%）	-8.43%	12.60%	4.21%	7.90%	9.38%
归母净利润（亿元）	857	1266	1306	1480	1732
同比增长率（%）	-22.83%	47.79%	3.17%	13.28%	17.03%
每股收益（元/股）	4.70	6.95	7.21	8.17	9.56
市盈率（P/E）	12.3	8.3	8.0	7.1	6.0
每股内含价值（元/股）	76.34	78.12	85.12	91.10	97.82
内含价值估值（P/EV）	0.76	0.74	0.68	0.63	0.59

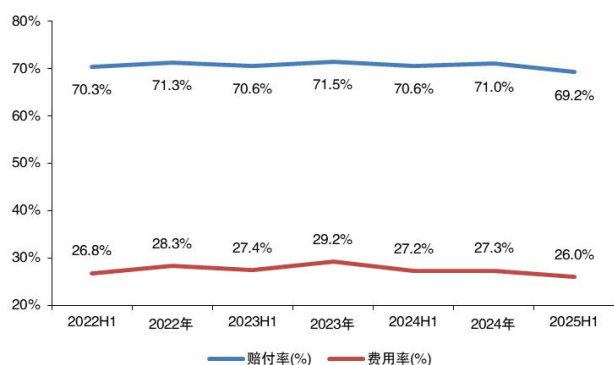
资料来源：公司公告，wind，华源证券研究所预测

图表 1：中国平安各分部归母营运利润：百万元

归母营运利润	2024H1	25H1	25H1 增速	25H1 占比
寿险和健康险	51161	52435	2.5%	67.5%
财险	9909	10010	1.0%	12.9%
银行	14999	14414	-3.9%	18.5%
资产管理业务	1296	2723	110.1%	3.5%
科技	291	811	178.7%	1.0%
其他及抵消	-2670	-2660	-0.4%	-3.4%
集团合并	74986	77733	3.7%	100.0%

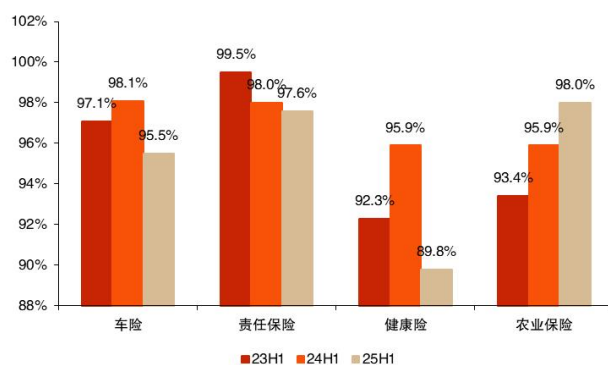
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 2：平安产险费用率和赔付率：%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：平安产险主要险种综合成本率：%



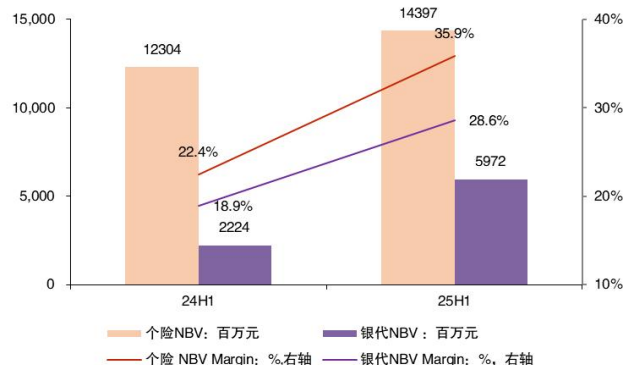
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：平安寿险个险渠道的活动率有所下降：万人，%



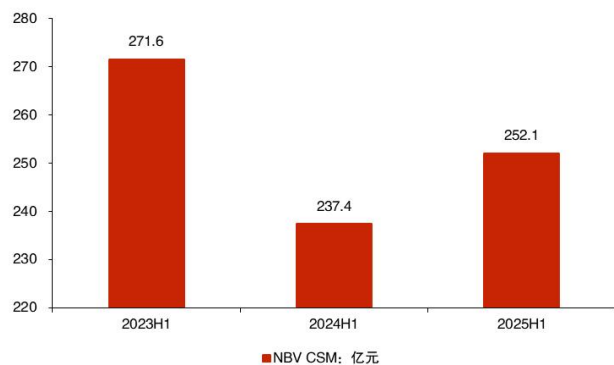
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：平安个险和银代渠道 NBV 和价值率：百万元，%



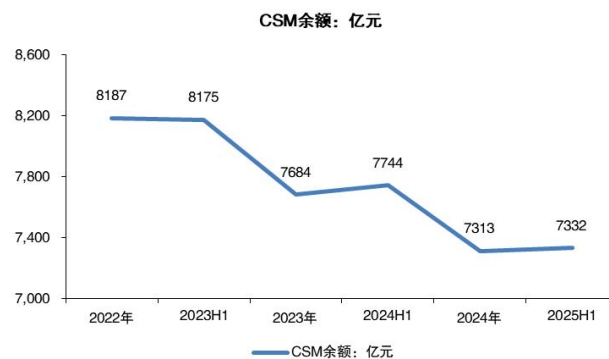
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：平安寿险新业务 CSM 有所增长：亿元，%



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 7：平安寿险 25H1 末 CSM 余额较年初增长：亿元，%



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 8：中国平安资产配置情况：%

	22 年	23H1	23 年	24H1	24 年	25H1
FVTPL	21.5%	22.7%	23.6%	24.8%	25.2%	23.6%
——固收类	13.1%	13.2%	14.3%	16.9%	16.9%	15.2%
——股票	1.3%	2.0%	2.5%	2.4%	3.0%	3.6%
——权益型基金	3.4%	3.4%	3.1%	2.1%	2.3%	2.1%
——其他股权型金融资产	3.7%	4.0%	3.7%	3.3%	3.0%	2.6%
OCI	56.6%	56.7%	56.0%	55.8%	56.8%	58.0%
——固收类	52.6%	52.6%	52.3%	51.8%	52.2%	51.1%
——股票	4.0%	4.1%	3.7%	4.0%	4.6%	6.8%
——其他股权型金融资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
以摊余成本计量的金融资产	14.4%	13.3%	13.3%	12.8%	12.1%	13.1%
其他	7.5%	7.3%	7.1%	6.6%	5.8%	5.3%
投资资产组合	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

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
一、营业收入	913789	1028925	1072200	1156927	1265422
保险服务收入	536440	551186	575710	606175	633551
银行业务利息净收入	118947	93913	89114	89884	87297
非保险业务手续费及佣金净收入	37033	37945	45475	50335	56064
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	286106	330633	402931
汇兑损益	120	380	-100	0	200
其他业务收入	71771	69733	73764	77700	82979
资产处置损益	563	3	30	0	0
其他收益	2560	2021	2100	2200	2400
二、营业支出	-792936	-857276	-899421	-956840	-1031268
保险服务费用	-440178	-449102	-466696	-486613	-506120
税金及附加	-3665	-3579	-4430	-4670	-4897
业务及管理费	-80212	-80473	-85037	-87838	-91944
提取保费准备金	-230	-356	-355	-354	-353
非银行业务利息支出	-24346	-19405	-20370	-21849	-23704
其他业务成本	-38086	-36299	-43484	-49599	-55876
减值损失	-79071	-92759	-82717	-79232	-73620
三、营业利润	120853	171649	172779	200087	234154
四、利润总额	120117	170495	172779	200087	234154
五、净利润	109274	146733	155501	174076	203714
归属于母公司股东的净利润	85665	126607	130621	147964	173157

资产负债表：：人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	577212	683433	711627	782210	861858
定期存款	239598	280954	355814	391105	430929
金融投资	5948285	7152954	8041390	8932843	9963077
——以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1803047	2377074	2633021	3003688	3412957
——债权投资	1243353	1232450	1280929	1329758	1378973
——其他债权投资	2637008	3186937	3558137	3942341	4395475
——其他权益投资	264877	356493	569302	657057	775672
长期股权投资	258877	185514	185023	219019	258557
发放贷款及垫款	3318122	3391837	3310523	3376734	3545570
其他资产	1241320	1263135	1628171	1942297	2177166
总资产	11583414	12957827	14232548	15644208	17237157
保险合同负债	4159801	4984795	5688061	6463067	7286968
吸收存款	3418155	3541448	3736006	3922806	4118946
其他负债	2776497	3126872	3412837	3748579	4153572

总负债	10354453	11653115	12836903	14134451	15559487
股本	18210	18210	18108	18108	18108
资本公积	134606	121204	121204	121204	121204
减：库存股	-5001	-5001	-4898	-4898	-4898
其他综合收益	-13044	-55761	-85491	-104120	-107606
盈余公积	12164	12164	12164	12164	12164
一般风险准备	130353	144314	157376	172172	189488
未分配利润	621723	693470	764386	848580	952998
归属于母公司股东权益合计	899011	928600	982849	1063210	1181458
少数股东权益	329953	376112	412796	446548	496212
股东权益合计	1228964	1304712	1395645	1509758	1677670
负债和股东权益总计	11583417	12957827	14232548	15644208	17237157

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）。