

2026 年 04 月 14 日

中国平安 (601318. SH)

投资评级：买入（维持）

——银保实现跨越式增长，权益投资敞口显著提升

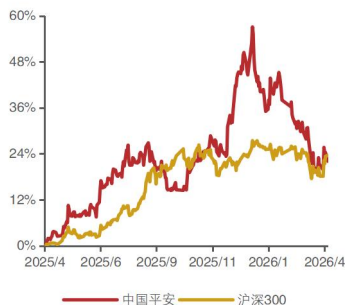
投资要点：

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 04 月 13 日

收盘价 (元)	57.75
一年内最高/最低 (元)	74.88/49.26
总市值 (百万元)	1,045,716.33
流通市值 (百万元)	1,045,716.33
总股本 (百万股)	18,107.64
资产负债率 (%)	89.81
每股净资产 (元/股)	55.25

资料来源：聚源数据

事件：中国平安披露 2025 年全年业绩，集团营收和归母净利润分别同比增长 2.1% 和 6.5% 至 10505 亿元和 1348 亿元，集团归母营运利润（OPAT）和扣非后归母净利润分别同比增长 10.3% 和 22.5% 至 1344 亿元和 1438 亿元，集团归母净资产较 25 年初增加 7.7% 至 10004 亿元，集团综合投资收益率同比提升 0.5pps 至 6.3%，寿险新业务价值增长 29.3% 至 369 亿元，产险综合成本率同比优化 1.5pps 至 96.8%，上述主要指标均表现良好。唯有全年每股股息增速和集团内含价值增速略低于预期，前者增速为 5.9%，低于 OPAT 增速的 10.3%，后者增速为 5.7%，我们认为主要受摊余成本计量债券公允价值下降导致。

点评：

➤ 集团重视客户持续经营，25Q4 单季度净利润受较多因素影响

1、平安集团实行“综合金融+医疗养老”的战略，注重客户经营。截至 25 年末，集团个人客户数量较 25 年初增长 3.5% 至 2.51 亿，保障类、资产类与服务类客户是客户规模扩张的主要驱动，持有集团内 3 类及以上产品的客户留存率可达到 99%；截至 25 年末，客均合同数较 25 年初增长 0.7% 至 2.94 个，或可在未来带来更高的客户价值。

2、平安集团 25Q4 单季度归母净利润为 19 亿元，较前三季度的单季度数据差距较大，我们认为是多种因素导致：a)25Q4 权益资本市场波动较大导致投资收益有短期压力；b)集团发行的美元、港元可转换债券在 25Q4 的转股权价值重估损益可能较大；c)25 年末集团对寿险业务的营运假设和模型变动负向调整了 137 亿元。

3、25 年全年集团扣除银行板块后的信用减值损失及资产减值损失为 338 亿元，较 24 年减少 95 亿元。21 年至今，平安集团扣除银行板块后的累计减值达到 1390 亿元，我们认为随着减值的逐步确认，后续的风险或将大幅减少。

➤ 寿险业务：银保价值跨越式增长，服务边际增速有望于 26 年转正

1、25 年平安寿险业务 NBV 同比增长 29.3% 至 369 亿元，多元渠道建设成效见好：

- 25 年个险渠道 NBV 同比增长约 10%，贡献了寿险全部 NBV 的 66%，依然是主力渠道，但由于代理人数量和活动率呈现下降趋势，个险 NBV 的双位数增长主要来源于产品运作下的产能提升，以及个险渠道“报行合一”下新业务价值率的提升，后续的持续增长或需要队伍建设的进一步提升；
- 平安寿险的银保渠道在 25 年实现了 138% 的 NBV 增速，25 年的 NBV 是 21 年数值的 5.3 倍，实现了跨越式的增长，且呈现新业务价值率（超出同业 8pps+ 至 28.8%）和期交增速（超出市场均值 153pps 至 163%）有同时超

越市场增速的优秀表现。我们认为 26 年平安银保渠道在网点渗透率提升、集团战略支持等多个支撑因素下有望持续较快增长；

2、25 年末平安寿险的服务边际（CSM）同比小幅下降 0.8%至 7251 亿元，较 23、24 年同比-6.1%和-4.8%的降幅明显收敛，我们认为在 NBV 较强持续增长，以及利率从“单边下行”转向“双边波动”的情况下，26 年公司的 CSM 增速有望实现转正，有利于后续净利润的释放。

➤ **投资业务：权益仓位显著提升，全年综合投资收益率表现良好**

1、25 年末平安保险资金总投资资产同比扩张 13.2%至 6.49 万亿元，其中债券投资的公允价值占投资资产的比重同比下降 6.7pct 至 55%，且绝对值几乎持平于 25 年初，这代表平安 25 年对债券增持较为谨慎，我们认为一方面可能是在分红险销售转型的背景下，平安的久期缺口已经到了较为合意的区间，不再急着拉长资产端久期，另一方面或和公司对未来利率走势的判断相关；

2、权益仓位显著提升，平安 25 全年股票和权益基金分别增加 5207 亿元和 1501 亿元至 9581 亿元和 2835 亿元，两者合计仓位较 25 年初上行 9.2pct 至 19.2%，其中 25 年下半年 TPL 股票和 TPL 权益基金规模增加 1917 亿元和 1544 亿元，大于 OCI 股票 1171 亿元的增幅，显示公司下半年权益投资风格偏进攻性；

3、受益于 25 年良好的市场环境，以及公司 OCI 股票贡献的超过 900 亿元的税前浮盈，平安 25 年保险资金综合投资收益率同比提升 0.5pps 至 6.3%，表现良好。

盈利预测与评级：中国平安 25 年主要财务数据均较好，唯每股股息和集团 EV 稍低于预期，我们看好在银保渠道带动和个险渠道产品的运作下，26 年寿险 NBV 的持续增长，也认为随着资产减值的不断确认，后续集团的不良计提压力有望减轻，**26 年主要考验公司在权益仓位大幅提升后的投资收益波动把控能力。**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1449/1670/1934 亿元，同比增速分别为 7.5%/15.3%/15.8%，26-28 年每股内含价值为 89.0/96.2/104.3 元，当前股价对应 PEV 估值为 0.65/0.60/0.55 倍，维持“买入”评级。

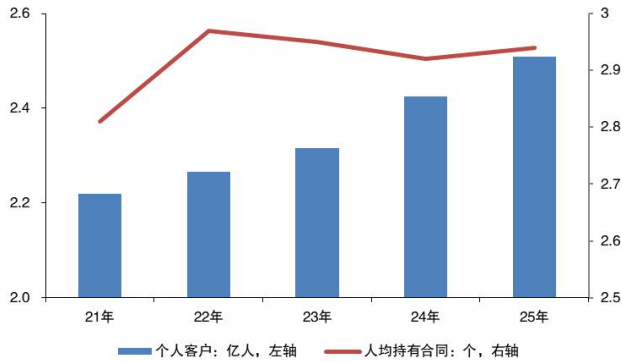
风险提示。1、长期国债利率大幅下降；2、权益市场大幅向下波动；3、新单保费大幅下降。

盈利预测与估值（人民币）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	10289	10505	10923	11713	12610
同比增长率（%）	12.60%	2.10%	3.97%	7.23%	7.66%
归母净利润（亿元）	1266	1348	1449	1670	1934
同比增长率（%）	47.79%	6.45%	7.50%	15.26%	15.82%
每股收益（元/股）	6.95	7.44	8.00	9.22	10.68
市盈率（P/E）	8.3	7.8	7.2	6.3	5.4
每股内含价值（元/股）	78.12	83.07	88.96	96.19	104.34
内含价值估值（P/EV）	0.74	0.70	0.65	0.60	0.55

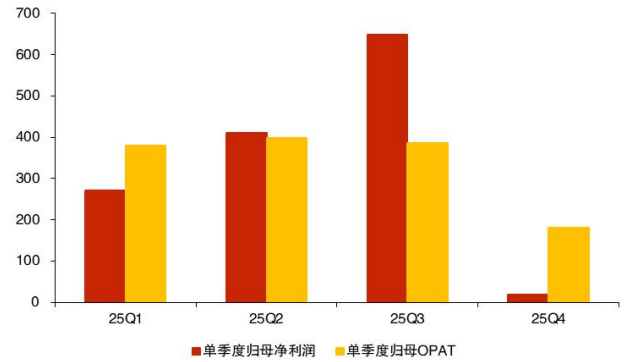
资料来源：公司公告，wind，华源证券研究所预测

图表 1：平安集团客户经营情况：亿人，个



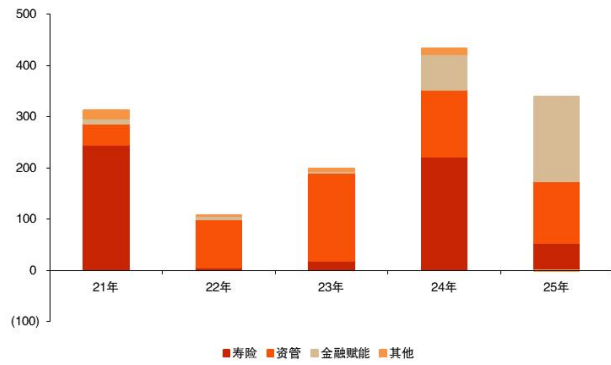
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 2：平安集团单季度利润数据：亿元



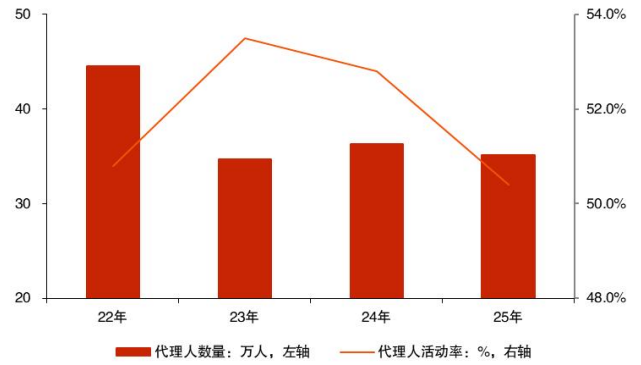
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 3：平安集团除银行板块以外的减值情况：亿元



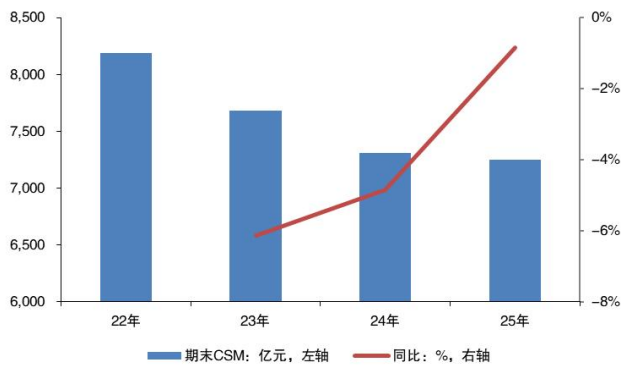
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 4：平安寿险代理人情况：万人，%



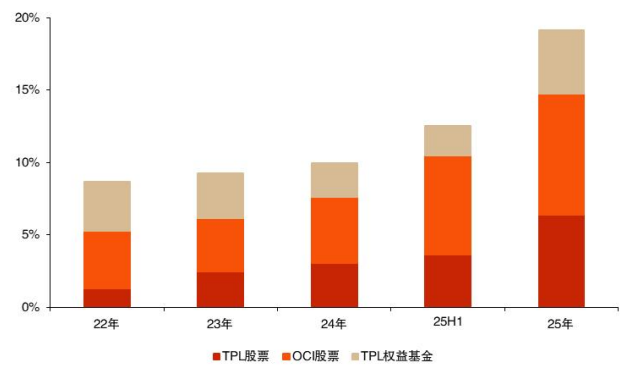
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 5：平安寿险 CSM 情况：亿元，%



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 6：平安投资权益仓位大幅提升：%



资料来源：公司公告、华源证券研究所

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）。