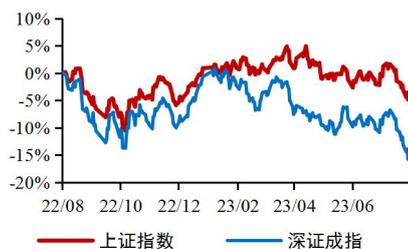


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023年8月25日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,082.24	0.12
深证成指	10,256.19	1.02
沪深 300	3,723.43	0.72
中小板指	6,573.41	1.13
创业板指	2,064.57	1.26
科创 50	885.48	0.68

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【公司评论】爱美客(300896.SZ)：2023年中报点评-2023H1 营收业绩均同比+65%，濡白天使放量加速

【山证机械】鼎阳科技(688112.SH)：23H1 毛利率达到 61%创新高，高端产品&境内市场拉动高增长

【山证机械】汇川技术(300124.SZ)：23H1 核心产品市场份额进一步提升，海外收入同比增长 137%

【公司评论】彤程新材(603650.SH)：彤程新材 2023 年半年报点评：三大业务稳步增长，电子化学品量价齐升-三大业务稳步增长，电子化学品量价齐升

【公司评论】欣天科技(300615.SZ)：海外 5G 享红利，品类延伸破成长-海外 5G 享红利，品类延伸破成长

【公司评论】好太太(603848.SH)：好太太公司快报-智能新品推出带动盈利能力提升，23Q2 业绩超预期

【公司评论】中国人寿(601628.SH)：中国人寿中报点评-负债端稳固，资产端弹性足，H123 归母净利润-36.3%

【公司评论】平安银行(000001.SZ)：平安银行中报点评-拨备释放驱动 H123 归母净利润+14.9%

【今日要点】

【公司评论】爱美客(300896.SZ)： 2023 年中报点评-2023H1 营收业绩均同比+65%，濡白天使放量加速

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2023 年中期财报，期内实现营收 14.59 亿元 (+64.93%)，归母净利润 9.63 亿元 (+64.66%)，扣非归母净利润 9.34 亿元 (+65.37%)，EPS4.45 元，拟 10 派 18.48 元 (含税)。其中 Q2 实现营收 8.29 亿元 (+82.6%)，归母净利润 5.49 亿元 (+76.53%)，扣非归母净利润 5.47 亿元 (+79.23%)。
- 事件点评
- 嗨体系列高基数下保持 30% 以上增速，濡白天使加速放量提升毛利率。2023H1 公司溶液类和凝胶类注射产品同比均实现增长。其中溶液类产品营收 8.74 亿元 (+35.9%)，毛利率 95.1% (+1.03pct)，嗨体系列产品高基数下继续保持 30% 以上增速。凝胶类营收 5.66 亿元 (+139%)，毛利率 97.38% (+1.33pct)，濡白天使销量增长迅速，上市两年以来凭借产品安全性和有效性取得较好市场口碑和消费者复购，高端产品放量支撑公司毛利率提升。报告期末公司共有超过 408 名销售人员。
- 3 款产品进入临床及注册阶段，3 款产品处于临床前阶段。注射用 A 型肉毒毒素已完成 III 期临床试验；利拉鲁肽注射液目前完成 I 期临床试验；利多卡因丁卡因乳膏正在 III 期临床试验阶段。去氧胆酸注射液、透明质酸酶、司美格鲁肽注射液处于提交临床试验申请阶段。
- 濡白+如生天使开启公司再生产品双生篇章。公司于 2023 年 7 月 27 日发布再生系列新品“如生天使”，主要成分为左旋乳酸-乙二醇共聚物微球 (占比 18%) + 交联透明质酸钠 (占比 81.7%) + 盐酸利多卡因 (占比 0.3%)，定位“支架重塑全层再生”。从产品定位来看，濡白天使规格 0.75ml、定位轮廓支撑、更适合深层注射；如生天使规格 1ml、定位支架重塑、更适合浅层注射。产品联动方面，濡白天使可以进行深层韧带固定，如生天使更注重浅层紧致收紧，两款产品可以为高需求消费者提供更精准面部解决方案；叠加濡白天使上市两年以来医美机构医生认可度和消费者口碑，如生天使有望在上市之后成为公司新业绩增长点。
- 期内公司毛利率继续提升 1.03pct 至 95.41%，净利率微降 0.26pct 至 65.86%。整体费用率 13.76% (+2.69pct)，销售费用率 10.19% (+0.47pct) 系期内人工成本和营销活动费用增加；管理费用率 5.5% (+1.18pct) 系期内港股上市费用确认和房租物业费增加；研发费用率 7.15% (-0.16pct)；财务费用率 -1.93% (+1.04pct)。经营活动产生现金流净额 9.77 亿元 (+74.01%) 系期内销售额增加、回款增加。
- 投资建议

- 年内医美线下客流恢复带动上游产品稳定放量。公司嗨体系列凭借存量客户高复购率+增量市场拓展维持高增速；再生材料加速放量、濡白天使销量提升带动公司盈利能力提升。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 9.08\12.82\17.77 元，对应公司 8 月 24 日收盘价 423.58 元，2023-2025 年 PE 分别为 46.6\33\23.8 倍，维持“买入-B”评级。
- 风险提示
- 政策管控风险；产品研发注册不及预期风险；产品质量安全问题风险；市场竞争加剧风险；消费者购买力不及预期风险。

【山证机械】鼎阳科技（688112.SH）：23H1 毛利率达到 61%创新高，高端产品&境内市场拉动高增长

杨晶晶 yangjingjing@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司披露 2023 年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入 2.35 亿元，同比增长 43.27%；实现归母净利润 8340.7 万元，同比增长 47.54%；扣非后归母净利润 8647.33 万元，同比增长 66.05%。业绩基本符合预期。
- 事件点评
- 报告期内，公司依靠持续的品牌建设、全球化的销售渠道、稳定的产品品质以及明显的性价比优势，营业收入以及净利润持续增长，2023Q2 业绩在 Q1 高基数上环比保持快速增长。分季度来看，2023Q2 公司实现营收 1.33 亿元，同比增长 38.17%、环比增长 29.85%，实现归母净利润 4753.52 万元，同比增长 30.29%、环比增长 32.51%；实现扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润 8,647.33 万元，同比增长 66.05%。
- 2023 上半年，公司毛利率达到 60.96%创下新高，同比增长 4.68pct，主要受益于产品高端化进程明显，新产品导入速度不断加快；净利率提升至 35.51%，同比增长 1.03 pct，公司在研发及营销方面持续高强度投入，为可持续成长打下了坚实基础。分季度来看，2023Q2 毛利率达到 62.34%，同比增长 5.54pct，环比增长 3.17pct。2023H1，公司期间费用率为 22.82%，同比增长 2.94%。其中，销售费用率 15.10%，同比下降 0.31pct；管理费用率 18.30%，同比增长 1.44pct，主要系受诉讼事件导致相关费用增长所致；财务费用率-10.57%，同比增长 1.81pct，主要系本年度欧元、美元汇率上涨影响，产生较多的汇兑收益所致；研发费用率 14.33%，同比增长 1.66pct，主要系加大了研发人员、设备的投入所致。
- 产品高端化战略成效显著，高端产品销售占比上升至 22.29%。四大主力产品价量齐升，平均售价同比上涨 41.97%，射频微波类产品、高分辨率数字示波器境内营收同比翻倍增长。报告期内，公司高端产品平均毛利率为 75.15%，高端产品收入同比提升 101.33%，收入占比提升至 22.29%；销售单价以及毛

利率均较高的高端产品带来公司收入以及利润的加速增长，销售单价 5W 以上、3W 以上产品同比分别增加 221.35%、133.82%。分产品来看，报告期内，高端高分辨率数字示波器、射频微波产品境内营收同比分别增长 110.49%、126.45%，远高于公司整体增长水平。其中，射频微波类产品平均单价为示波器产品平均单价 4 倍，平均毛利率水平相较于示波器高 10pct。随着公司产品高端化的进程不断加快，适合直销产品越来越丰富，公司持续优化直销队伍，加强各行业典型大客户的销售推进工作。2023H1 直销收入同比增长 98.08%，毛利率为 65.16%。

- **国产替代进程加快，境内市场营收同比增长 93.30%，远高于公司整体增速。** 受益于电子测试测量仪器市场的持续稳定增长、公司在研发、品质管理、营销等方面的竞争优势以及国产替代政策驱动，境内市场的营收大幅增长，同比增长 93.30%，其中境内教育市场增速尤为明显，同比增长 188.71%，远高于公司整体营业收入增长水平。
- **投资建议**
- 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.1 亿元、2.7 亿元、3.5 亿元，同比分别增长 45.4%、31.5%、28.9%，EPS 分别为 1.3 元、1.7 元、2.2 元，按照 8 月 24 日收盘价 46.99 元，PE 分别为 36.5、27.8、21.5 倍，维持“买入-A”的投资评级。
- **风险提示**
- 下游行业需求放缓的风险；高端产品推出或销售不及预期风险；核心技术人员流失风险；汇率波动风险；知识产权纠纷风险；经销体系拓展和管理不力风险；因中美贸易摩擦导致的税收成本加大甚至产品出口受限的风险。

【山证机械】汇川技术（300124.SZ）：23H1 核心产品市场份额进一步提升，海外收入同比增长 137%

杨晶晶 yangjingjing@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司披露 2023 年半年度报告：**报告期内，公司实现营业收入 124.51 亿元，同比增长 19.76%；实现归母净利润 20.77 亿元，同比增长 5.17%；扣非后归母净利润 18.67 元，同比增长 7.05%。业绩基本符合预期。
- **事件点评**
- **报告期内，公司积极把握结构性行情市场机会，多产品解决方案的优势进一步凸显，驱动营业收入保持较快增长，23Q2 业绩环比增长显著。**分业务板块来看，报告期内，公司通用自动化业务实现营业收入 68.55 亿元，同比增长 15.52%；智慧电梯电气类业务实现营业收入 23.68 亿元，同比下降 7.33%；新能源汽车业务实现营业收入 29.67 亿元，同比增长 47.71%；轨道交通业务实现营业收入 2.07 亿元，同

比增长 13.01%。分季度来看，2023Q2 公司实现营收 76.69 亿元，同比增长 36.50%、环比增长 60.37%，实现归母净利润 13.30 元，同比增长 5.75%、环比增长 78.05%。

- **报告期内，公司毛利率同比下降 0.1pct 至 36.27%，净利率同比下降 2.4pct 至 16.79%，通用自动化、智慧电梯业务毛利率同比提升 0.38、4.07pct。**分业务板块来看，2023H1，通用自动化业务（含工业机器人）毛利率 46.45%，同比上升 0.38pct；智慧电梯电气类业务毛利率 29.38%，同比增长 4.07pct，主要系高毛利产品收入占比增加以及降本增效策略有效落地所致；新能源汽车及轨道交通类业务毛利率 19.10%，同比下降 1.82pct，主要系新能源汽车低毛利大客户收入占比提高所致。2023H1，公司期间费用率为 21.14%，同比增长 0.48pct，其中销售费用率为 6.04%，同比增长 0.96pct，主要系受业务增长及海外业务扩展影响所致；管理费用率 15.23%，同比增长 0.12pct，财务费用为-0.21%，同比下降 0.6pct，主要系汇率波动，汇兑收益增加所致；研发费用率 10.40%，同比增长 0.74pct，研发投入 12.95 亿元。
- **低压变频器、伺服系统、PLC 等产品在整体市场需求下行的形势下保持稳健增长，市场份额进一步提升。**根据睿工业统计数据，2023 年上半年，公司通用伺服系统在中国市场分额约为 24.3%，位居第一；低压变频器产品在中国市场的分额约 17.5%，位居第一名；小型 PLC 产品在中国市场的分额约 15.4%，位居第二名，内资品牌第一名；工业机器人产品在中国市场的分额 7.02%，排名第六，SCARA 机器人在中国市场的分额为 22%，排名第二，且为内资品牌第一名。
- **得益于公司全面推进国际本土化战略，报告期内公司实现海外收入 8.11 亿元，同比增长 136.77%，占总收入比重增至 6.51%，主要系公司在成熟市场(欧洲、韩国等)和新兴市场(印度、东南亚、中东等)落地依托本土团队的区域销售策略所致。**从产品角度看，电梯产品仍是海外业务收入的贡献主力，低压变频器、伺服等产品销售在稳步提升。在技术与研发方面：公司加强欧洲研发中心的建设，承接面向自动化、数字化、智能化等领域的前沿技术开发。在供应链方面：欧洲匈牙利工厂建设项目逐步落地，目前作为公司在欧洲的物流中心投入使用，并已进行部分电梯电气产品的试产工作，预计年底可以实现批量生产和交付工作。
- **投资建议**
- 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 52.5 亿元、66.7 亿元、82.7 亿元，同比分别增长 21.6%、26.9%、24.1%，EPS 分别为 2.0 元、2.5 元、3.1 元，按照 8 月 24 日收盘价 66.16 元，PE 分别为 33.5、26.4、21.3 倍，维持“买入-A”的投资评级。
- **风险提示**
- 下游需求不及预期；市场竞争加剧风险；市场拓展不及预期；核心技术和人才不足导致公司竞争优势下降的风险；应收账款不断增加，有形成坏账的风险；公司规模扩大带来的管理风险等。

【公司评论】彤程新材(603650.SH)：彤程新材 2023 年半年报点评：三大业务稳步增长，电子化学品量价齐升-三大业务稳步增长，电子化学品量价齐升

程俊杰 chengjunjie@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2023 年半年度报告，2023H1 公司实现营收 13.69 亿元，同比+16.43%；实现归母净利润 2.23 亿元，同比+21.3%；实现扣非归母净利润 2.22 亿元，同比+58.66%；基本每股收益 0.38 元。2023Q2 单季度实现营收 7.04 亿元，同比+16.56%，环比+5.86%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比+25%，环比+68.67%。**
- **事件点评**
- **三大业务增长明显，生物降解材料项目（一期）建设完成。**汽车/轮胎用特种材料业务方面，上半年实现收入轮胎产能的提升直接带动着国内橡胶助剂市场迎来复苏，受益于轮胎出口市场的扩张以及国内物流的恢复，国内客户轮胎产量同比增加，公司积极提升国内市场份额，国内市场销量同比增加超 3500 吨。随着海外市场的复苏，公司海外业务 2023 年二季度销量超过 10000 吨，创历史新高，主要全球轮胎头部客户都有新的产品认可，公司是德国 BASF、EVONIK、日本住友化学等国际领先材料供应商在中国轮胎橡胶行业的唯一或主要合作伙伴。电子材料业务方面，受半导体市场下降影响，2023 年上半年半导体光刻胶实现销售收入 8258 万元，与上年同期基本持平，但得益于胶成熟产品的持续放量以及新产品的增加，KrF 光刻胶依然保持着较快的增速达到 52.56%。I 线光刻胶方面，ICA 光刻胶开始放量，增长率达到 96.82%。2023 年上半年，北旭电子实现销售收入 1.32 亿元，同比增长-3.5%；面板光刻胶产品销量同比增长 9.6%，国内市占率约为 21.5%，位列国内本土第一大供应商。全生物可降解材料业务方面，在上海化工园区落地的 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期）（实际建设 6 万吨）已建设完成。
- **电子化学品业务量价齐升，上半年毛利率同比提升。**2023H1 公司特种橡胶助剂产量 6.85 万吨，同比+18.92%，二季度单季度产量 3.68 万吨；销量 6.68 万吨，同比+12.27%，二季度单季度销量 3.42 万吨；均价 15872.82 元/吨，同比-9.09%，环比-0.85%。2023H1 电子化学品产量 0.59 万吨，同比+84.4%，二季度单季度产量 0.34 万吨；销量 0.55 万吨，同比+89.7%，二季度单季度销量 0.26 万吨；均价 45396.57 元/吨，同比-4.8%，环比+12.43%。全生物降解材料产量 0.44 万吨，销量 0.38 万吨，二季度单季度销量 0.18 万吨，均价为 11474.76 元/吨，同比-46.72%，环比-0.54%。2023H1 公司毛利率 24.54%，同比提升 0.48pct，环比减少 0.01pct，期间费用率为 17.02%，同比减少 0.3pct，环比减少 0.44pct。
- **公司加大研发支出，项目建设有序推进。**2023H1 公司研发费用 0.82 亿元，同比+16.85%，公司继续加大对橡胶化学品的研发力度，开发出满足不同国际客户要求的高性能酚醛树脂，成功开发出多种新型生物基橡胶加工助剂、功能助剂和新型胎面树脂。半导体光刻胶方面，新增研发立项 48 项，包括 14 个 KrF 光刻胶项目，26 个 I 线光刻胶项目，8 个新材料项目。新产品销售收入占比达到半导体光刻胶业务收入总额的 41.36%。公司年产 1.1 万吨半导体、平板显示用光刻胶及 2 万吨相关配套试剂项目，

已经部分建设完成。通过引进巴斯夫授权的 PBAT 聚合技术，在上海化工园区落地 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期），目前该项目已经建设完成。

➤ **投资建议**

➤ 公司持续深耕汽车/轮胎用特种材料业务，继续拓展并重点发展电子材料业务，积极推动全生物可降解材料业务，我们维持此前收入预测不变，小幅下调此前利润预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.59/0.78/1.02，对应公司 8 月 23 日收盘价 28.05 元，2023-2025 年 PE 分别为 47.4/35.8/27.6，给予“买入-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 原材料价格大幅波动的风险；项目建设不及预期的风险；客户验证不及预期的风险；光刻胶产品研发的风险；市场竞争加剧带来经营风险等。

【公司评论】欣天科技(300615.SZ)：海外 5G 享红利，品类延伸破成长-海外 5G 享红利，品类延伸破成长

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **深耕行业多年，打造国内领先企业。**欣天科技产品主要包括射频器件、射频金属元器件和射频结构件，客户覆盖国内外知名企业。公司 5G 滤波器和天线产能逐步释放，2017-2022 年营收 CAGR 达到 17.28%。
- **5G 渗透率持续增加，射频器件量价齐升。**据 GSMA 数据，2G/3G 即将迎来退网高峰，基站由 2G/3G 向 5G 演进，2022-2030 年，全球 5G 网络渗透率从 12.25%提升至 54%。中国 5G 基站建设居于全球前列，占全球 5G 基站数量的 73%，中国运营商资本开支持续增加，推动中国 5G 基站布局进一步完整。海外 5G 基站覆盖率较低，目前正处于 5G 基站加速覆盖期，基站建设数量有望迎来较大增长，滤波器和天线有较大成长空间，预计 2023-2025 年全球基站滤波器和天线增量空间为 250/252/250 亿元。5G 基站对滤波器和天线需求强劲，5G 基站滤波器需求量是 4G 基站的 8-32 倍，5G 基站天线价格约是 4G 基站的 4 倍，叠加全球基站数量不断增加，射频器件量价齐升。
- **下游延伸品类拓宽，海外 5G 加速引增长。**1) 公司深耕行业近二十年，已经积累深厚的技术优势，极大的提高了生产效率，公司的人均创收和人均创利均处于同行业头部水平。2) 公司不断向下游延伸，目前已经拓展出新品类 5G 滤波器和天线。公司也在不断开拓新能源、医疗、消费电子等国内外市场。3) 公司秉承大客户市场开拓策略，已与下游 Nokia、Sanmina、Flextronics 等国内外知名企业建立了长期、稳定的合作关系。目前，中国 5G 基站建设有所放缓，由快速扩张转向稳步推进，更加注重 5G 应用落地，但海外地区 5G 基站处于快速覆盖时期，公司与全球通信主设备商合作多年，有望充分受益于海外 5G 网络覆盖加速红利。11 亿元，EPS 为 0.35/0.45/0.58 元。2023 年 8 月 23 日收盘价为 15.63 元/股，对应 PE 为 44.6/34.8/26.9 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

- **风险提示:** 海外客户流失风险；海外 5G 建设不及预期；汇率波动风险；大股东减持风险；应收账款比例过高风险。

【公司评论】好太太(603848.SH): 好太太公司快报-智能新品推出带动盈利能力提升, 23Q2 业绩超预期

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2023 年半年报。**2023 年上半年, 公司实现营收 7.19 亿元, 同比增长 15.37%, 实现归母净利润 1.50 亿元, 同比增长 44.91%, 实现扣非归母净利润 1.49 亿元, 同比增长 38.71%。
- **事件点评**
- **23Q2 营收增速环比提升, 业绩端表现亮眼。**营收端, 2023H1, 公司实现营收 7.19 亿元, 同比增长 15.37%, 分季度看, 23Q1-23Q2 分别实现营收 2.76、4.42 亿元, 同比增长 13.34%、16.68%。从渠道层面看, 预计线上渠道 2023H1 营收同比增长超过 17%, 其中线上渠道销量同比增长 10%+, 线上渠道 1499 元以上的产品营收占比超过 50%。业绩端, 2023H1, 公司实现归母净利润 1.50 亿元, 同比增长 44.91%, 分季度看, 23Q1-23Q2 分别实现归母净利润 0.48、1.02 亿元, 同比增长 6.57%、74.7%。2023H1, 公司实现扣非归母净利润 1.49 亿元, 同比增长 38.71%, 分季度看, 23Q1-23Q2 分别实现扣非归母净利润 0.48、1.01 亿元, 同比增长 15.08%、53.71%。公司 2 季度业绩端表现亮眼, 剔除上年同期低基数影响, 单季度归母净利润与扣非归母净利润均超过 2021 年同期。
- **23Q2 销售毛利率大幅提升, 经营现金流同比改善。**盈利能力方面, 2023H1, 公司毛利率同比提升 5.1pct 至 49.2%, 23Q1-23Q2 单季度毛利率分别为 45.7%、51.4%, 同比提升 2.4、6.8pct, 主要受益于: 1) 线上渠道高客单值新品推出, 销售情况良好; 2) 公司对产品原器件部分已经实现自产, 生产成本有效降低; 3) 原材料价格相对稳定, 公司具备采购议价能力。费用率方面, 2023H1, 公司期间费用率合计提升 1.2pct 至 25.9%, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 18.2%/5.3%/2.9%/-0.4%, 同比+1.9/-0.7/-0.4/+0.3pct; 23Q2 公司期间费用率同比提升 0.4pct 至 24.8%, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 17.8%/4.3%/2.9%/-0.1%, 同比+1.3/-0.5/-0.9/+0.5pct。销售费用率提升主因电商平台推广费用、广告宣传费、职工薪酬增加。综合影响下, 2023H1, 公司归母净利润率为 20.9%, 同比提升 4.3pct, 其中 23Q2 归母净利润率同比提升 7.7pct 至 23.1%。存货方面, 截至 2023H1 末, 公司存货为 1.92 亿元, 同比下降 3.6%, 存货周转天数 97 天, 同比下降 7 天。经营现金流方面, 2023H1, 公司经营活动现金流净额为 2.41 亿元, 同比增长 1058.7%, 主因收到货款较上年同期增加, 支付货款较上年同期减少, 其中 23Q1、23Q2 经营活动现金流净额分别为 0.38、2.04 亿元。
- **投资建议**

- 2023年2季度，公司加快线上渠道新品推出速度，产品市场反馈良好，2季度营收增速环比提升，受益于产品结构优化及公司内部降本增效，盈利水平大幅改善；线下渠道上半年着重去化渠道库存，下半年新品推出节奏有望加快。根据公司公开业绩交流会，预计公司全年营收增长20%左右，结合公司上半年业绩情况，我们上调公司盈利预测，预计公司2023-2025年营业收入分别为16.63、19.63、22.76亿元，同比增长20.3%、18.0%、16.0%，归母净利润分别为3.32、3.94、4.62亿元，同比增长52.1%、18.6%、17.2%，8月23日收盘价对应公司2023-2025年PE为17.4、14.7、12.5倍，维持“增持-A”评级建议。
- 风险提示
- 电商渠道费用投放加大；智能家居赛道竞争加剧；线下新品推出不及预期。

【公司评论】中国人寿(601628.SH): 中国人寿中报点评-负债端稳固, 资产端弹性足, H123 归母净利润-36.3%

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 事件：公司发布中报，H123 已赚保费 4489 亿元、同比+7.0%，归母净利润 161.56 亿元、同比-36.3%。按 IFRS 9 及 IFRS 17 调整后的归母净利润 361.56 亿元、同比-8.0%。Q223 归母净利润-17.29 亿元、同比-116.9%，投资收益减少额占归母净利润变动额的 116.0%，赔付支出、准备金提取、手续费支出增加额占 55.9%、42.1%、41.7%，投资收益减少&前述支出增加共同拖累归母净利润增长。集团 EV 1.31 万亿元、同比+6.6%，NBV 308.64 亿元、同比+19.9%，FYP1712 亿元、同比+22.9%，NBVM 18.0%、同比-0.5pct。
- 负债端：总销售人力 72.1 万人，其中个险 66.1 万人、较年初-1.0%，人力队伍稳固。代理人人均产能 1.01 万元/人/月、同比+31.1%，人力质量持续提升。银保新单 362.17 亿元、同比+116.8%，占比提升至 21.2%。前 7 月寿险累计原保费收入 5015 亿元、同比+6.8%。3.0%定价增额寿如意福、臻鑫传家等产品已上市，IRR 约处 2.8%-2.9%之间，预计对客户仍有较强吸引力。
- 资产端：净/总投资收益分别 969.58 亿元、876.01 亿元，同比-0.1%、-11.1%。净/总投资收益率分别 3.78%、3.41%，同比-37BP、-80BP。净投资收益率下降系受再投资收益率下降及权益资产分红率下降影响，总投资收益率下降主要受权益市场波动影响。Q223 末股票+权益型基金占净资产比重为 133.4%，资产端对股市弹性较强。
- 投资建议：公司 H123 业绩主要受投资收益拖累，我们小幅下调公司投资收益率假设，并基于此下调 2023-25 年盈利预测，下调幅度 10.8%、10.3%、9.8%。2023E P/EV 0.73x，处近 5 年合理估值区间下限。考虑到公司负债端较为稳固、资产端对股市弹性足且资产质量压力相对较小，维持“买入-B”。
- 风险提示：资本市场波动加剧，长端利率下行，负债端发展低于预期等。

【公司评论】平安银行(000001.SZ)：平安银行中报点评-拨备释放驱动 H123 归母净利润+14.9%

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布中报，H123 营收 886.1 亿、同比-3.7%，PPOP 624.94 亿、同比-3.5%，归母净利润 253.87 亿、同比+14.9%。加权平均 ROE 12.65%、同比+0.45pct。成本收入比 26.45%、同比-1BP，年化信用成本 1.65%、同比-28BP。Q223 营收 435.12 亿、同比-5.0%，归母净利润 107.85 亿、同比+16.7%。
- **业绩归因：**拨备释放驱动利润增长。【利息净收入】H123 为 626.34 亿元、同比-2.2%。生息资产平均余额 4.95 万亿、同比+5.9%，平均收益率 4.74%、同比-12BP；计息负债平均余额 4.82 万亿、同比+6.1%，平均成本率 2.25%、同比+9BP。净息差 2.55%、同比-21BP。【非息净收入】H123 为 259.76 亿元、同比-7.1%，其中手续费净收入 163.74 亿元、同比+1.9%。【减值损失】H123 为 323.61 亿元、同比减少 64.84 亿元，降幅 16.7%。
- **资产质量：**问题资产处置力度较大，H123 核销不良贷款 324.90 亿元、同比+10.5%。H123 末不良贷款率 1.03%、较年初-2BP，不良贷款生成率 1.70%、同比持平。房地产对公贷款余额 2759 亿元、占比 8.0%，占比较年初-0.5pct；不良率 1.01%、较年初-42BP，房地产对公贷款规模下降且相关资产质量压力有所减轻。个人按揭贷款余额 8416 亿元、不良率 0.32%，不良率较年初-5BP。拨备覆盖率 291.51%、较年初+1.23pct，风险抵补能力较强。
- **资本充足率：**核心一级/一级/资本充足率分别为 8.95%、10.68%、13.27%，较年初+31BP、+28BP、+26BP，H123 公司强化资本内生积累能力，压降低效及无效资本占用，促进资本配置效率提升。
- **投资建议：**根据公司中报，我们下调公司生息资产增速和净息差，并基于此将 2023-25 年盈利预测下调 1.6%、4.2%、3.9%。2023E P/B 0.53x，处近 5 年绝对低位。考虑到公司净息差仍较高、资产质量改善，维持“买入-A”。
- **风险提示：**宏观经济增速不及预期，利率下行超预期，资产质量恶化等。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

