

中国平安 (601318.SH) NBV 同比高于预期, “保险+”护城河不断加深

2023年08月30日

——中国平安 2023 年中报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

吕晨雨 (分析师)

gaochao1@kysec.cn

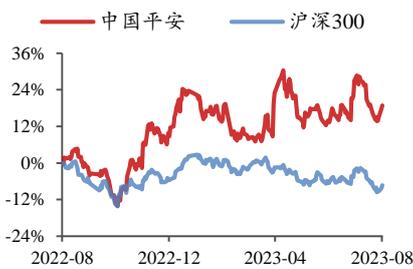
lvchenyu@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790522090002

日期	2023/8/30
当前股价(元)	48.25
一年最高最低(元)	56.00/35.90
总市值(亿元)	8,786.44
流通市值(亿元)	5,192.98
总股本(亿股)	182.10
流通股本(亿股)	107.63
近3个月换手率(%)	32.72

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《NBV 同比提振寿险信心, 费差、死差占比高于利差—中国平安 2023 年 1 季报点评》-2023.4.27

《寿险转型全国推广, 2023 年 NBV 有望延续改善趋势—中国平安 2022 年 报点评》-2023.3.16

《NBV 同比降幅继续收敛, 渠道改革 年底全面推广—中国平安 2022 年 3 季 报点评》-2022.10.27

● **HINBV 同比高于预期, 寿险“4+3”转型策略逐渐发力, 维持“买入”评级**
 公司披露 2023 年中报, 2023H1 NBV 同比+32.6%至 259.6 亿元, 较 2023Q1 同比增速+8.8%明显扩大, 若 2022H1 采用 2022A 假设及方法重述, 2023H1 同比为 +45.0%, 高于我们此前预期, 主要受代理人渠道转型见效、居民储蓄型产品需求快速释放以及银保渠道快速增长带动; 集团归母营运利润 819.6 亿元、同比 -5.0%, 其中寿险-3.0%、财险+7.4%、银行+14.9%、资管-67.9%、科技-64.7%; 归母净利润 698.4 亿元、同比-1.2%。公司寿险“4 渠道+3 产品”转型升级不断深化, “保险+服务”牵引作用提升, 我们上调 2023-2025 年 NBV 同比预测至 +22.2%/+15.6%/+16.4% (调前+7.0%/+9.0%/+6.6%), 对应集团 EV 同比 +10.2%/+10.2%/+10.0%; 考虑到权益市场波动较大, 我们下调集团 2023-2025 年归母净利润预测至 1445/1755/1910 亿元 (调前 1598/1863/2005 亿元), 对应 EPS 分别为 7.9/9.6/10.4 元。公司为保险行业龙头, 寿险改革效果显现, NBV 同比超预期, “保险+”战略不断深化, 竞争优势有所强化, 当前股价对应 2023-2025 年 PEV 分别为 0.6/0.5/0.5 倍, 维持“买入”评级。

● **个、银渠道均实现高增, 但个险活动率低于预期, 2023 年代理人规模或触底**
 2023H1 用来计算 NBV 的新单保费 1139 亿元、同比+49.6%, margin 下降 2.9pct 至 22.8%, 预计主要受到储蓄型产品需求改善带来新单保费高增, 同时产品结构发生改变拖累 margin。公司 2023H1 末代理人规模进一步降至 37.4 万人, 较 Q1 末环比-7.4%, 活动率同比下降 1.3pct 至 54.1%, 低于预期。寿险转型不断深化, 预计 2023 年或实现代理人规模触底。分渠道看, 个险渠道人均产能及收入均明显上升, 利于队伍留存并实现正向循环; 银保渠道受自身及政策利好因素影响同比高增, 全年有望维持较高增速。银保、网格化及其他创新渠道价值贡献占比提升 2.1pct 至 16.3%, 有效补充个险并拉动寿险整体 NBV 同比增长。

● **财险 COR 略有提升, 综合金融生态不断完善, “保险+”护城河不断加深**
 财险保费 1541 亿元、同比+5.0%, 其中车险同比+6.1%、非车险+7.2%、意健险 -9.1%。综合成本率上升 0.9pct 至 98.0%, 主要受出行率回升以及保证险成本波动拖累, 其中费用率提升 0.6pct 至 27.4%、赔付率提升 0.3pct 至 70.6%。人身险 板块年化净投资收益率 3.5%、同比-0.4pct, 年化总投资收益率 3.4%、同比+0.4pct。综合金融维度看, 公司个人客户数较年初提升 1.2%至超 2.29 亿人, 客均合同数 增至 2.99 个。医疗健康生态不断完善, 超 64%客户使用服务, 享有医疗健康生态 圈服务权益的客户为寿险贡献 NBV 占比超 68%, “保险+”护城河不断加深。

● **风险提示:** 长端利率超预期下降; 寿险改革进展慢于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
保费业务收入 (亿元)	7,608	7,696	8,423	8,674	9,347
YoY (%)	-4.6	1.2	9.4	3.0	7.7
内含价值(亿元)	13,955	14,238	15,688	17,283	19,005
YoY (%)	5.1	2.0	10.2	10.2	10.0
新业务价值(亿元)	379	288	352	407	474
YoY (%)	-23.6	-24.0	22.2	15.6	16.4
归母净利润 (亿元)	1,016	838	1,445	1,755	1,910
YOY (%)	-29.0	-17.6	72.5	21.4	8.8
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
P/EV	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(亿元)						利润表(亿元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
保险业务投资资产	39,164	43,684	47,254	52,313	57,777	营业收入	11,804	11,106	12,572	13,653	14,771
其他资产	62,256	67,688	77,920	84,810	92,325	已赚保费	7,399	7,424	7,977	8,203	8,840
资产总计	101,420	111,372	125,175	137,123	150,102	保费业务收入	7,608	7,696	8,423	8,674	9,347
未到期责任准备金	1,713	1,744	1,697	1,814	1,948	投资净收益	1,034	397	1,124	1,475	1,616
未决赔款准备金	1,187	1,382	1,150	1,240	1,334	公允价值变动收益	-226	-329	-	-	-
寿险责任准备金	19,324	21,161	24,281	26,665	29,232	其他业务收入	3,597	3,614	3,471	3,975	4,315
长期健康险责任准备金	2,517	3,150	2,599	2,854	3,128	营业支出	-10,408	-10,042	-10,401	-11,020	-11,902
其他负债	65,902	72,181	82,008	89,323	97,284	退保金	-529	-541	-541	-621	-682
负债总计	90,643	99,619	111,734	121,896	132,926	赔付支出	-2,689	-2,821	-2,761	-2,999	-3,246
归属于母公司所有者	8,124	8,587	9,843	11,177	12,629	减：摊回赔付支出	162	141	147	158	170
权益合计						提取保险责任准备金	-2,668	-2,623	-2,720	-2,788	-3,011
少数股东权益	2,653	3,166	3,597	4,051	4,547	减：摊回保险责任准备金	40	0	-21	-22	-23
所有者权益合计	10,777	11,753	13,440	15,228	17,175	手续费及佣金支出	-807	-704	-744	-764	-818
负债及股东权益总计	101,420	111,372	125,175	137,123	150,102	业务及管理费用	-1,726	-1,647	-1,731	-1,829	-1,969
						其他业务成本	-2,191	-1,848	-2,029	-2,155	-2,323
						营业利润	1,397	1,063	2,170	2,633	2,869
						营业外收入	6	4	-	-	-
						营业外支出	-7	-9	-	-	-
						利润总额	1,396	1,058	2,170	2,633	2,869
						所得税	-178	16	-438	-530	-580
						净利润	1,218	1,074	1,732	2,103	2,289
						减：少数股东权益	202	237	287	349	379
						归母净利润	1,016	838	1,445	1,755	1,910
						主要财务比率					
						2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
						成长能力(%)					
						营业收入同比增长	-3.11%	-5.92%	13.20%	8.60%	8.19%
						已赚保费同比增长	-2.33%	0.34%	7.45%	2.83%	7.77%
						保费收入同比增长	-4.64%	1.16%	9.44%	2.98%	7.75%
						归母净利润同比增长	-28.99%	-17.56%	72.52%	21.42%	8.83%
						归母净资产同比增长	6.54%	5.70%	14.63%	13.55%	12.99%
						获利能力(%)					
						ROE	11.79%	9.54%	13.75%	14.67%	14.13%
						ROA	1.24%	1.01%	1.46%	1.60%	1.59%
						ROEV	8.53%	5.04%	12.01%	12.23%	12.02%
						价值数据(亿元)					
						新业务价值	379	288	352	407	474
						寿险内含价值	8,765	8,748	9,545	10,387	11,292
						集团内含价值	13,955	14,238	15,688	17,283	19,005
						每股指标(元)					
						每股收益	5.77	4.80	7.91	9.60	10.45
						每股净资产	44.44	46.97	53.84	61.14	69.08
						每股内含价值	76.34	77.89	85.82	94.55	103.97
						估值比率					
						P/E	8.36	10.05	6.10	5.03	4.62
						P/B	1.09	1.03	0.90	0.79	0.70
						P/EV	0.63	0.62	0.56	0.51	0.46

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn