

中国平安 (601318)

2023 年三季报点评：核心金融主业营运利润彰显韧性

买入 (维持)

2023 年 10 月 29 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司营运利润 (百万元)	148,365	144,219	158,881	167,672
同比	0.3%	-2.8%	10.2%	5.5%
新业务价值 (百万元)	28,820	35,572	40,295	43,190
同比	-24.0%	23.4%	13.3%	7.2%
每股内含价值 (元/股)	77.89	82.83	88.79	91.97
P/EV (现价&最新股本摊薄)	0.58	0.55	0.51	0.49

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ 事件：中国平安披露 2023 年三季报：9M23 实现归母营运利润 (OPAT) 1,124.82 亿元，同比下降 9.8% (3Q23 同比降幅 22.4%)；实现归母净利润 875.75 亿元，同比下降 5.6% (3Q23 同比降幅 19.6%)。具体来看 9M23 寿险及健康险、财产保险、银行、资产管理业务、科技业务分部 OPAT 累计同比增速分别为-1.3%、-8.0%、+8.1%、转亏和-60% (3Q23 单季同比增速分别为 0.0%、-70.9%、-2.2%、转亏和-29.3%)。集团三大核心业务 OPAT1,178 亿元，累计同比微降 0.2%，保持平稳，业绩符合预期。

■ 我们搭建了新准则下利源分析框架，投资利差亏损收窄是当期净利润提升的核心。9M23 新准则下产寿险净利润合计增长 6%，其中寿险净利润同比增长 8%，得益于“利差”亏损收窄，寿险承保利润贡献同比下降 6%，预计受当期摊销的保险服务收入同比减少所致；财险净利润同比下降 8%，虽然承保利润同比大幅下降 67%，但得益于财险“利差”同比大幅增长 44%，缓解承保利润压力。

■ 寿险：NBV 可比同比增长 40.9%，OPAT 保持稳健。9M23 公司累计实现新业务价值 (NBV) 达 335.74 亿元，同比增长 29.9%，可比口径下同同比增长 40.9% (对应 3Q23 单季同比增速为 28.6%)，增速显著优于同业，归因来看：1) NBV 新单同比增长 44.8%，Margin 微幅下降至 23.20%，底部基本探明；2) 从人均产能来看，人均 NBV 同比增长 94.4%，抵消了代理人数量环比 6 月末下降 3.7% 至 36.0 万的规模影响。公司多元渠道协同发展，非个险渠道贡献 NBV 的 15.8%：1) 银保渠道与平安银行加强协同融合，并持续拓展外部合作银行渠道；2) 持续推广小区网格化经营模式，期末已组建超 1.1 万人的高素质专员队伍。公司本份季报中已不再提及“寿险改革”，而是提出基数利源角度的保险领域 3+2 改革：寿险 NBV、投资收益、存量保单继续率+费用结构优化、赔付成本优化。

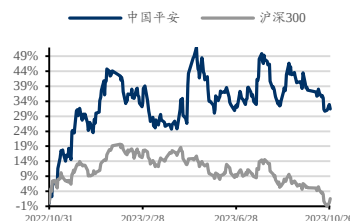
■ 财险保险服务收入稳健增长，车险业务质量保持良好，车险承保综合成本率为 97.4%。9M23 公司累计实现财险保险服务收入 2,355.38 亿元，同比增长 6.8%。整体 COR 上升 1.6pps 至 99.3%，其中台风暴雨影响 1.1pps；车险 COR 为 97.4%，品质保持良好，优于行业平均水平。

■ 地产敞口稳中略降。险资组合年化综合投资收益率 3.7%，年化净投资收益率 4.0%。期末险资组合规模近 4.64 万亿元，较年初增长 7.1%。期末不动产投资余额为 2,094.82 亿元，在总投资资产中占比 4.5% (物权、债权和股权占比分别为 76.1%、18.9%和 5.0%)。

■ 盈利预测与投资评级：在同业普遍面临净利润压力的背景下，公司营运利润表现彰显韧性。因权益市场震荡下行，我们下调盈利预测，我们预计 2023-25 年归母营运利润为 1442、1589、1677 亿元 (原预测为 1569、1685 和 1785 亿元)，同比增速分别为-2.8%、10.2%和 5.5%，维持“买入”评级。

■ 风险提示：长端利率持续下行，保障型产品需求复苏放缓。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.18
一年最低/最高价	35.90/56.00
市净率(倍)	0.91
流通 A 股市值(百万元)	486,256.87
总市值(百万元)	822,738.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	49.59
资产负债率(% ,LF)	89.25
总股本(百万股)	18,210.23
流通 A 股(百万股)	10,762.66

相关研究

《中国平安(601318)：2023 年中报点评：行业龙头卷土重来》

2023-08-30

表1: 中国平安分部利润表现情况(新准则重述后)

业务分部	归母营运利润 累计同比	归母营运利润 单季同比	归母净利润 累计同比	归母净利润 单季同比
寿险及健康险业务	-1.3%	0.0%	6.9%	22.1%
财产保险业务	-8.0%	-70.9%	-8.0%	-67.6%
银行业务	8.1%	-2.2%	8.1%	-2.2%
资产管理业务	-177.8%	-587.0%	-177.8%	-587.0%
金融科技与医疗科技	-60.0%	-29.3%	-37.2%	-165.4%
集团合并	-9.8%	-22.4%	-5.6%	-19.6%

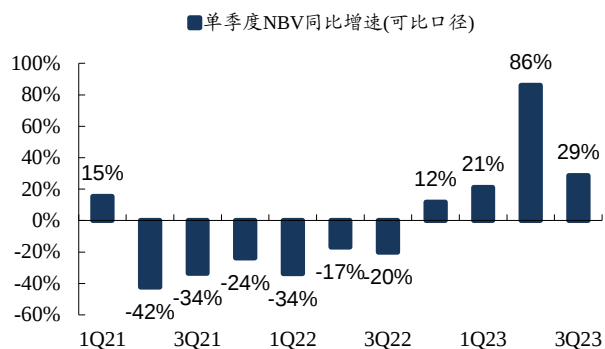
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 新准则有利于利润和净资产释放, 得益于公司已于 2018 年初实施新金融工具会计准则, 新准则实施追溯调高同期基数主要系新旧准则对折现率使用变化以及新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法降低对净利润的波动。

表2: 中国平安 IFRS17 新准则下利源分析(季报口径, 单位: 百万元, 增速为合并非归母口径)

保险业务整体	9M23	9M22	同比	计算方法
保险业务承保利润(新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	73,544	81,808	-10%	保险服务收入-(保险服务费用+(分出保费的分摊-摊回保险服务费用)+提取保费准备金因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减)
投资利润(扣税)	-1,907	-13,957	/	根据营运利润表中的分部净利润加总(寿险+财险)
保险业务净利润	71,637	67,851	6%	
财险业务	9M23	9M22	同比	计算方法
保险服务收入(新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	235,538	220,464	7%	披露
原保费	225,932	222,024	2%	披露
保险服务收入/原保费收入	104.3%	99.3%	5%	披露
综合成本率(COR)	99.3%	97.7%	2%	披露
承保利润	1,649	5,071	-67%	计算
投资利润(扣税)	8,361	5,810	44%	倒挤, 因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
净利润	10,010	10,881	-8%	披露
寿险业务	9M23	9M22	同比	计算方法
保险服务收入(新准则为先“计息”后摊销, 内涵计息收入)	168,945	175,194	-4%	倒挤
原保费	409,703	382,245	7%	披露
保险服务收入/原保费收入	41.2%	45.8%	-10%	披露
承保利润	71,895	76,737	-6%	倒挤
投资利润(扣税)	-10,268	-19,767	/	倒挤, 因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
净利润	61,627	56,970	8%	披露

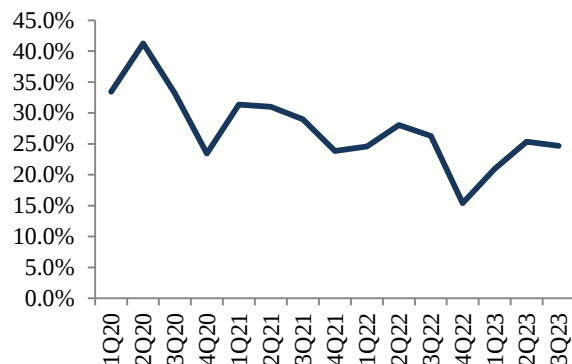
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图1: 平安 NBV 单季同比增速快速改善



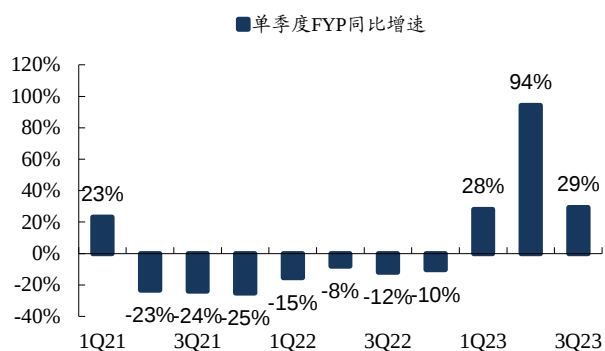
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 平安单季度 NBV Margin 有企稳迹象



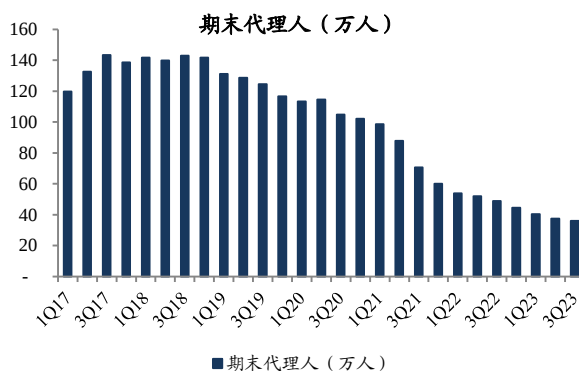
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 平安 NBV 新单单季同比增速快速改善



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 平安队伍数量明显企稳改善



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表3: 中国平安预测利润表

人民币: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	1,180,444	1,110,568	1,163,552	1,238,585	1,292,515
保险业务收入	760,843	769,633	776,130	805,031	844,051
减: 分出保费	-30,208	-21,967	-28,953	-30,365	-32,055
提取未到期责任准备金	9,298	-5,248	-9,196	-11,079	-12,446
已赚保费	739,933	742,418	737,981	763,588	799,551
银行业务利息净收入	121,368	131,096	150,795	162,436	168,922
非保险业务手续费及佣金净收入	41,584	36,054	52,705	58,552	59,130
投资收益	231,850	163,986	183,256	196,762	204,863
公允价值变动收益	-22,613	-32,942	-12,271	7,542	7,914
汇兑损失	1,267	3,342	6,901	7,256	7,625
其他业务收入	67,055	63,309	32,870	33,333	33,814
二、营业支出合计	-1,040,759	-1,004,249	-970,335	-991,484	-1,025,728
退保金	-52,931	-54,102	-37,307	-39,372	-41,745
赔付净支出	-252,606	-268,040	-329,182	-345,371	-364,971
提取保险责任准备金净额	-262,859	-262,258	-179,123	-161,025	-158,442
保单红利支出	-19,405	-19,599	-14,316	-17,235	-17,882
分保费用	-24	-26	-1,518	-1,618	-1,718
保险业务手续费及佣金支出	-80,687	-70,354	-81,084	-83,308	-87,315
营业税金及附加	-4,570	-5,062	-4,287	-4,587	-4,717
业务及管理费	-172,597	-164,700	-183,271	-193,509	-201,760
减: 摊回分保费用	5,908	6,150	9,938	9,504	10,099
财务费用	-28,082	-22,888	-17,854	-19,071	-20,366
其他业务成本	-67,970	-59,643	-70,227	-71,715	-73,254
资产减值损失	-14,548	-83,649	-107,103	-116,850	-120,102
三、营业利润	139,685	106,319	193,216	247,102	266,787
四、利润总额	139,580	105,815	193,216	247,102	266,787
减: 所得税费用	69	1,617	-32,500	-44,829	-49,054
五、净利润	121,802	107,432	160,716	202,273	217,733
归属于母公司股东的净利润	101,618	83,774	112,167	148,497	160,477
少数股东损益	20,184	23,658	48,549	53,775	57,256
六、每股收益(元)	5.77	4.80	6.43	8.51	9.19

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>