

中国平安 (601318.SH) / 保险 证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 1 日

评级：买入（维持）

市场价格：40.81

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@zts.com.cn

分析师：戴志锋

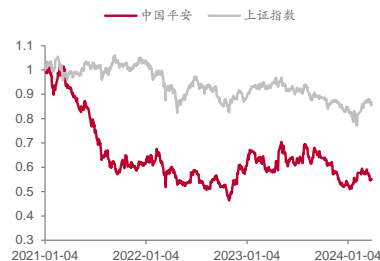
执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	18200
流通股本(百万股)	10800
市价(元)	40.81
市值(百万元)	748800
流通市值(百万元)	442600

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	880355	913789	974651	1025122	1097412
增长率(%)	-	3.80%	6.66%	5.18%	7.05%
归属母公司股东净利润	111008	85665	108361	120776	140324
增长率(%)	-	-22.83%	26.49%	11.46%	16.19%
每股收益(元)	6.10	4.70	5.95	6.63	7.71

备注：股价截至 2024 年 3 月 29 日

### 投资要点

■ 事件：中国平安发布 2023 年业绩。总体看，公司寿险 NBV 增速符合预期，产险承保亏损主要仍是受保证保险业务拖累，总、综合投资收益率均有提升，总体经营稳健。

■ 总体业绩：NBV 增速符合预期，Q4 净利润略低于预期。

1) 利润及净资产。归母净利润 857 亿元，同比-22.8%，其中 Q4 单季亏损 19 亿元，上年同期为盈利 182 亿元。归母净资产 8990 亿元，较年初+3.4%，较 Q3 末-0.5%。

2) 假设调整及价值增长。公司将长期投资回报假设和风险贴现率假设分别由 5%、11% 下调至 4.5%、9.5%。集团 EV 为 1.39 万亿元，同比-2.4%（可比口径下，集团 EV 和寿险 EV 分别同比+4.6%、+6.3%）。寿险 NBV 为 311 亿元，同比+7.8%（可比口径下 NBV 同比+36.2%），其中个险、银保渠道 NBV 分别同比+40.3%、+77.7%。NBV margin 为 18.7%，若按 2022 年假设追溯则为 23.7%，同比-0.4pct。

■ 寿险：新单保费增长，代理人产能大幅提升。

1) 新单保费增长。个人业务新单同比+52.2%，个险新单期缴同比+27.9%，银保新单同比+79.3%。

2) 代理人活动率提高、人均产能大幅提升。2023 年月均代理人 35.6 万人，同比-26%；年末代理人 34.7 万人，同比-22%。代理人活动率 53.3%，同比+2.5pct；人均月收入同比+39.2%，人均 NBV 同比+89.5%。

3) 多元渠道全面铺开。社区网格化专员超过 1.5 万人，推广城市的 13 个月保单继续率同比+5.4pct。

■ 产险：承保亏损 20.8 亿元，主要是受保证保险业务拖累。

1) 产险保费同比+1.4%。车险、非车险、意外险全年保费分别同比+6.2%、-11.2%、-1.2%，其中健康险增速最快，同比+37%，保证保险则大幅收缩，同比-97%。

2) 综合成本率 100.7%，同比+1.1pct，赔付率 71.5%，同比+0.2pct，费用率 29.2%，同比+0.9pct。车险、保证保险的综合成本率分别为 97.7%、131.1%。

3) 全年承保亏损 20.8 亿元（2022 年承保盈利 10.8 亿元），主要是受保证保险业务拖累。

■ 投资：增配债券投资、减配定存，总、综合投资收益率均有提升。

1) 2023 年末总投资规模达 4.7 万亿，同比+9.0%。其中债券占比同比+3.5pct 至 58.1%，定期存款同比-1.0pct 至 4.4%，而股票+基金为 11.5%，基本稳定。

2) 净投资收益率 4.2%，同比-0.5pct；总投资收益率 3.0%，同比+0.6pct；综合投资收益率 3.6%，同比+0.9pct。

- **投资建议：**总体看，公司寿险 NBV 增速符合预期，产险承包亏损主要仍是受保证保险业务拖累，总、综合投资收益率均有提升，总体经营稳健。考虑到市场波动对寿险公司投资端影响，我们调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 5.95（前次预测值为 7.33）、6.63（前次预测值为 7.99）、7.71（新增预测值），同比增速分别为 26.5%、11.5%、16.2%，维持买入评级。
- **风险提示：**权益市场大幅度下降，长期无风险收益率大幅度下行，新单保费增速不如预期，寿险改革成效低于预期。

**图表 1：中国平安财务报表及主要财务指标：百万元，%**

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				
每股收益	4.70	5.95	6.63	7.71	保险服务收入	536440	551412	571315	595640
每股净资产	49.37	52.42	56.95	62.14	利息收入	118503	122401	124147	130138
每股内含价值	76.34	81.51	87.02	92.75	投资收益	36891	56752	79557	114910
每股新业务价值	1.71	1.82	2.00	2.19	公允价值变动损益	-9039	8393	8818	9259
<b>价值评估 (倍)</b>					汇兑收益	120	126	132	139
P/E	8.68	6.86	6.15	5.30	其他业务收入	227751	232290	237710	243711
P/B	0.83	0.78	0.72	0.66	资产处置损益	563	591	621	652
P/EV	0.53	0.50	0.47	0.44	其他收益	2560	2688	2822	2964
VNBX	-20.82	-22.41	-23.15	-23.76	<b>营业收入</b>	<b>913789</b>	<b>974651</b>	<b>1025122</b>	<b>1097412</b>
<b>盈利能力指标 (%)</b>					保险服务费用	448139	458164	478412	498449
净投资收益率	4.30%	3.86%	3.29%	3.44%	承保财务损益	123959	135968	149165	163670
总投资收益率	3.20%	3.97%	3.80%	4.23%	其他费用支出	220838	233384	235361	250150
净资产收益率	9.53%	11.35%	11.65%	12.40%	<b>营业费用</b>	<b>792936</b>	<b>827516</b>	<b>862939</b>	<b>912270</b>
总资产收益率	0.74%	0.90%	0.96%	1.07%	<b>营业利润</b>	<b>120853</b>	<b>147135</b>	<b>162183</b>	<b>185143</b>
财险综合成本率	100.70%	98.26%	97.50%	97.51%	<b>税前利润</b>	<b>120117</b>	<b>146363</b>	<b>161372</b>	<b>184291</b>
财险赔付率	71.50%	69.06%	68.40%	68.51%	所得税	-10843	-13212	-14567	-16636
财险费用率	29.20%	29.20%	29.10%	29.00%	<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>85665</b>	<b>108361</b>	<b>120776</b>	<b>140324</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					少数股东损益	23609	24789	26029	27330
净利润增长率	-22.83%	26.49%	11.46%	16.19%					
内含价值增长率	-2.36%	6.78%	6.76%	6.58%	<b>资产负债表 (百万元)</b>				
新业务价值增长率	7.84%	6.40%	9.94%	9.49%	货币资金	577212	606073	636376	668195
<b>偿付能力充足率 (%)</b>					定期存款	239598	251578	264157	277365
偿付能力充足率 (集团)	208%	199%	190%	181%	以公允价值计量的金融资产	1803047	1896805	1993543	2093220
偿付能力充足率 (寿险)	195%	186%	177%	168%	债权投资	1243353	1371286	1475537	1585344
偿付能力充足率 (产险)	208%	199%	190%	181%	其他债权投资	2637008	2710854	2814792	2919501
<b>内含价值 (百万元)</b>					其他权益工具投资	264877	278651	292862	307505
调整后净资产	943662	1066338	1204962	1361607	其他资产	4818322	4923163	5054110	5211308
有效业务价值	446465	418066	379780	327439	<b>资产总计</b>	<b>11583417</b>	<b>12038409</b>	<b>12531377</b>	<b>13062437</b>
内含价值	1390127	1484404	1584742	1689046	吸收存款	3418155	3461806	3617015	3779449
一年新业务价值	31080	33069	36358	39810	保险合同负债	4159801	4363727	4577763	4802412
核心内含价值回报率 (%)	12%	11%	11%	11%	卖出回购金融资产款	241803	251130	260718	270910
<b>寿险新业务保费 (亿元)</b>					其他负债	2534694	2677181	2708935	2748115
趸缴新单保费	-	-	-	-	<b>负债总计</b>	<b>10354453</b>	<b>10753844</b>	<b>11164431</b>	<b>11600886</b>
期缴新单保费	-	-	-	-	实收资本	18210	18210	18210	18210
新业务合计	133662	123914	136305	148841	归属于母公司股东权益	899011	954612	1036992	1131598
新业务保费增长率 (%)	50.3%	-7.3%	10.0%	9.2%	少数股东权益	329953	329953	329953	329953
标准保费	-	-	-	-	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>11583417</b>	<b>12038409</b>	<b>12531377</b>	<b>13062437</b>
标准保费增长率 (%)	-	-	-	-					

来源：公司公告，中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。