

中国平安 (601318)

2024 年一季报点评: 价值增长超预期, 成本控制助力核心业务增长

2024 年 04 月 23 日

买入 (维持)

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

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

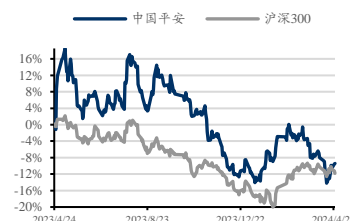
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润 (百万元)	111,008	85,665	120,383	154,124	162,214
同比	-25.0%	-22.8%	40.5%	28.0%	5.2%
新业务价值 (百万元)	28,820	31,080	36,265	38,871	43,956
同比	-24.0%	7.8%	16.7%	7.2%	13.1%
每股内含价值 (元/股)	77.89	76.34	83.19	85.15	117.98
P/EV	0.51	0.52	0.48	0.47	0.34

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **事件: 公司披露 1Q24 季报, 我们认为公司业绩和价值增长略超预期, 主要得益于精耕细作下综合负债成本控制得当。**1Q24 公司实现归母营运利润 (OPAT) 达 387.09 亿元, 可比口径下同比-3.0%, 归因来看: 寿险及健康险 (同比+2.2%)、财险 (同比-14.3%) 以及银行 (同比+2.3%) 三大核心合计 OPAT 同比增长 0.3%, 资管 (同比-30.3%) 和科技业务 (同比由盈转亏, 主要受陆金所控股净利润同比下降影响) 仍有负贡献, 但拖累程度边际降低。1Q24 公司实现归母净利润 367.09 亿元, 同比下降 4.3%, 与 OPAT 差距主要为短期投资波动 21.61 亿元。
- **新业务价值 (NBV) 高基数下继续恢复性增长, 寿险 OPAT 同比提升。**1Q24 公司 NBV 达成 128.90 亿元, 可比口径下 (均基于 4.5% 的长期投资回报率和 9.5% 的风险贴现率计算) 同比增长 20.7%, 归因来看: 1) 用来计算 NBV 的首年保费同比下降 13.6%, 但 NBV Margin 达 22.8%, 可比口径下同比增长 6.5 个 pct., 主要得益于“报行合一”下渠道费用管控良好, 值得注意的是, 公司首次在季报中披露按标准保费口径下 NBV Margin (分母为期交年化首年保费 100% 及趸交保费 10% 之和), 同比上升 6.2 个百分点至 29.0%, 体现了精耕细作的经营理念; 2) 虽然期末代理人规模较年初下降 4.0% 至 33.3 万, 但 1Q24 个险人均 NBV 同比增长 56.4%, 新增人力中“优+”占比同比提升 11.0 个 pct., 质态提升仍在延续。多元化渠道全面开花, 公司深化平安银行独家代理模式, 拓展外部优质银行渠道, 持续提升经营效率。1Q24 公司寿险及健康险板块 OPAT 同比增长 2.2%, 归母净利润同比微增 0.7%, 在合同服务边际及其摊销仍在下降的背景下, 得益于营运偏差正向贡献、投资规模自然增长、国债利率免税效应增加, 体现了公司积极达成控制负债综合成本的决心。公司产品聚焦财富、养老和保障三大市场, 满足客户多元保险产品需求。
- **1Q24 产险保险服务收入 806.27 亿元, 同比增长 5.7%, 原保费口径下车险/非车/意健险原保费增速分别为 3.5%/-9.7%/34.1%。**1Q24 整体综合成本率 (COR) 为 99.6% (同比+0.9pct.), 其中剔除保证保险后 COR 为 98.4%, 同比上升主要受春节前期暴雪灾害 (拖累 COR 约 2pct.) 以及同期疫后出行率仍未恢复, 赔付率基数较低所致。公司收入稳健增长, 品质保持健康, 信保业务拖累逐季改善趋势已现。
- **我们搭建了新准则下利源分析框架, 投资利差贡献降低是当期净利润小幅下滑的原因。**1Q24 新准则下产寿险净利润合计小幅下滑 3.3%。寿险虽然“投资利差”由盈转亏至-3.12 亿元, 但寿险承保利润贡献同比微增 1.6%, 预计受当期摊销的保险服务收入同比减少但成本控制得当所致, 综合影响下 1Q24 寿险净利润同比小幅下滑 1.3%; 财险板块虽然承保利润同比大幅下降 67.5%, 但得益于财险“投资利差”同比基本持平于 35.69 亿元, 1Q24 产险净利润同比下滑 14.3%。1Q24 险资组合年化综合投资收益率 3.1%, 年化净投资收益率 3.0% (1Q23: 3.1%), 主要受长端利率走低拖累固收类资产再配置收益和权益市场上年同期表现基数较高所致。
- **盈利预测与投资评级: 价值增长超预期, 成本控制助力核心业务增长。**维持盈利预测, 我们预计 2024-26 年归母净利润为 1204、1541 和 1622 亿元, 同比增速为 40.5%、28.0% 和 5.2%, 维持“买入”评级。
- **风险提示: 长端利率持续下行, 资管业务板块扭亏不及预期**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.89
一年最低/最高价	37.62/56.00
市净率(倍)	0.80
流通 A 股市值(百万元)	429,322.42
总市值(百万元)	726,406.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	49.70
资产负债率(%LF)	89.63
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 年年报点评: 现金分红略超预期, 假设调整夯实估值底部》

2024-03-22

《中国平安(601318): 现金分红彰显集团经营韧性——关于公司推动“提质增效重回报”暨 2023 年度现金分红计划的公告点评》

2024-03-07

表1: 中国平安 IFRS17 下利源分析溯源(单位: 百万元)

保险业务整体	1Q24	1Q23	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)	25,781	26,042	-1.0%	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
投资利润 (扣税)	3,257	3,978	-18.1%	因不披露税前利润, 我们将所得税在投资收益中扣减
保险业务净利润	29,038	30,020	-3.3%	根据营运利润表中的分部净利润加总 (寿险+财险)
财险业务	1Q24	1Q23	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)	80,627	76,312	5.7%	披露
原保费	79,076	76,958	2.8%	披露
保险服务收入/原保费收入	102.0%	99.2%	2.8%	披露
综合成本率 (COR)	99.6%	98.7%	0.9%	披露
承保利润	323	992	-67.5%	计算
投资利润 (扣税)	3,569	3,552	0.5%	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	3,892	4544	-14.3%	披露
寿险及健康险业务	1Q24	1Q23	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)	56,225	56,794	-1.0%	倒挤
原保费	185,346	183,201	1.2%	披露
保险服务收入/原保费收入	30.3%	31.0%	-2.1%	披露
承保利润	25,458	25,050	1.6%	倒挤
投资利润 (扣税)	-312	426	/	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	25,146	25,476	-1.3%	披露
寿险综合成本率 (COR)	124%	127%	-2.0%	该指标有争议, 为个人使用偏好, 体现完全成本

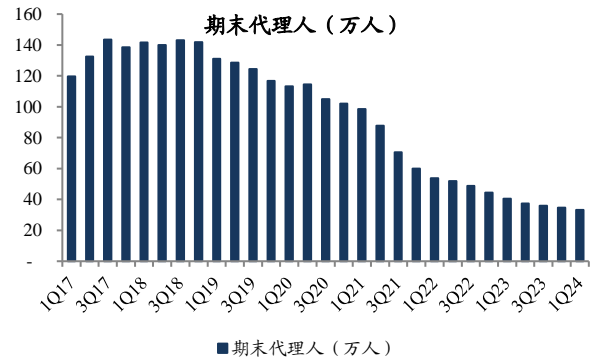
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图1：集团三大核心业务归母营运利润保持稳健

(人民币百万元)	2024年1-3月	占比 (%)	同比变动 (%)
寿险及健康险业务 ⁽¹⁾	27,288	70.5	2.2
财产保险业务	3,874	10.0	(14.3)
银行业务	8,654	22.4	2.3
资产管理业务	910	2.4	(30.3)
科技业务 ⁽²⁾	(202)	(0.5)	不适用
其他业务及合并抵销	(1,816)	(4.7)	3.2
集团合并	38,709	100.0	(3.0)

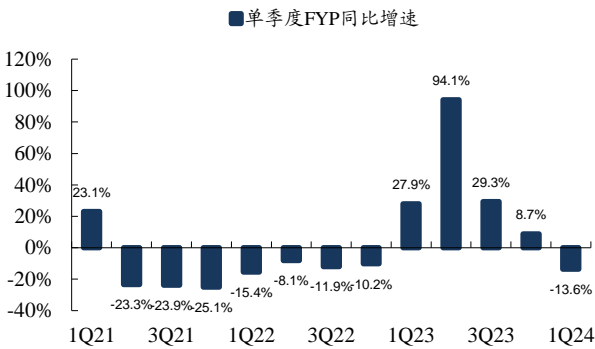
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：期末队伍数量仍在下降但降速已趋缓



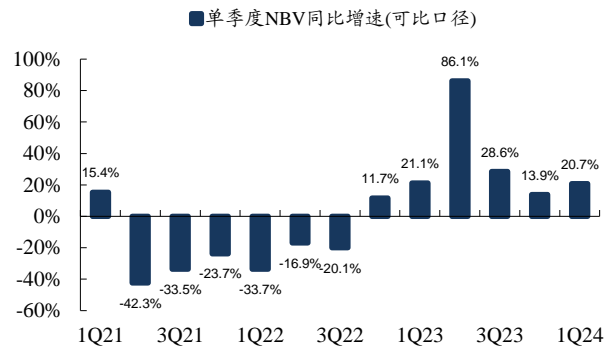
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：寿险新单增速放缓主要系公司聚焦结构优化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：价值在同期高基数下继续恢复增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；NBV 寿险及健康险新业务价值是基于 4.5% 的长期投资回报率和 9.5% 的风险贴现率计算；2023 年及此前增速按照 2022 年底假设

表2: 中国平安净利润预测表

(人民币百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业收入					
保险服务收入	525,981	536,440	596,004	684,427	828,624
银行业务利息净收入	131,096	118,947	132,154	151,761	183,734
银行业务利息收入	228,784	227,552	252,818	290,327	351,493
银行业务利息支出	(97,688)	(108,605)	(120,664)	(138,566)	(167,759)
非保险业务手续费及佣金净收入	36,054	37,033	41,145	47,249	57,204
非保险业务手续费及佣金收入	45,982	45,806	50,892	58,442	70,755
非保险业务手续费及佣金支出	(9,928)	(8,773)	(9,747)	(11,193)	(13,551)
非银行业务利息收入	115,933	118,503	131,661	151,194	183,048
投资收益	38,612	36,891	40,987	47,068	56,984
公允价值变动损益	(36,936)	(9,039)	(10,043)	(11,533)	(13,962)
汇兑损益	3,144	120	133	153	185
其他业务收入	63,166	71,771	79,740	91,570	110,863
资产处置损益	311	563	626	718	870
其他收益	2,994	2,560	2,844	3,266	3,954
营业收入合计	880,355	913,789	1,015,251	1,049,360	1,106,307
二、营业支出					
保险服务费用	(422,221)	(440,178)	(469,890)	(500,261)	(562,204)
分出保费的分摊	(14,919)	(14,179)	(15,136)	(16,114)	(18,110)
减: 摊回保险服务费用	10,605	10,448	11,153	11,874	13,344
承保财务损益	(99,933)	(123,959)	(132,326)	(140,879)	(158,323)
减: 分出再保险财务损益	564	542	579	616	692
税金及附加	(3,414)	(3,665)	(3,912)	(4,165)	(4,681)
业务及管理费	(76,401)	(80,212)	(85,626)	(91,161)	(102,448)
提取保费准备金	(78)	(230)	(246)	(261)	(294)
非银行业务利息支出	(22,698)	(24,346)	(25,989)	(27,669)	(31,095)
其他业务成本	(27,101)	(38,086)	(40,657)	(43,285)	(48,644)
其他资产减值损失	(1,367)	(1,327)	(1,417)	(1,508)	(1,695)
信用减值损失	(80,553)	(77,744)	(82,992)	(88,356)	(99,296)
营业支出合计	(737,516)	(792,936)	(846,460)	(844,186)	(891,118)
三、营业利润	142,839	120,853	168,792	205,174	215,189
加: 营业外收入	359	816	353	276	281
减: 营业外支出	(863)	(1,552)	(857)	(517)	(527)
四、利润总额	142,335	120,117	168,288	204,933	214,944
减: 所得税	(7,518)	(10,843)	(24,625)	(25,333)	(25,013)
五、净利润	134,817	109,274	143,663	179,601	189,931
归属于母公司股东的净利润	111,008	85,665	120,383	154,124	162,214

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>