

中国平安 (601318.SH) 下调 EV 假设提高可信度，资负两端表现符合预期

2025 年 03 月 20 日

——中国平安 2024 年报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

唐关勇（联系人）

gaochao1@kysec.cn

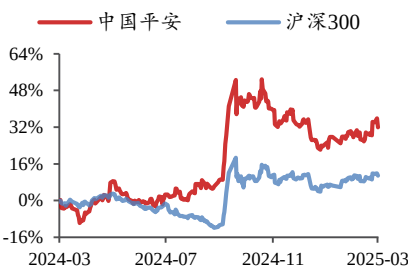
tangguanrong@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790123070030

日期	2025/3/20
当前股价(元)	52.49
一年最高最低(元)	62.80/37.67
总市值(亿元)	9,558.55
流通市值(亿元)	5,649.32
总股本(亿股)	182.10
流通股本(亿股)	107.63
近 3 个月换手率(%)	31.05

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《资产端驱动业绩高增，NBV 增长好于预期——中国平安 2024 三季报点评》-2024.10.22

《EV 增长超预期，投资收益同比稳健——中国平安 2024 中报点评》-2024.8.23

《Margin 改善驱动 NBV 高增，负债端延续高景气——中国平安 2024 年 1 季报点评》-2024.4.24

● 资产端驱动业绩高增，NBV 增长好于预期，维持“买入”评级

公司披露 2024 年报告，2024 年新/旧假设下 NBV 分别 400/285 亿元，采用 2023/2024 年假设同比分别+28.8%/+25.6%。全年归母净利润实现 1266.1 亿元，同比+47.8%。集团归母营运利润 1218.6 亿元、同比+9.1%，营运 ROE 为 12.7%，同比+0.2pct，其中寿险-1.9%、财险+67.7%、银行-4.2%、资管亏损减少 42.6%、金融赋能转亏 0.03 亿元。我们预测 2025-2026 年 NBV 同比增速分别为+5.0%/+8.6%，新增 2027 年 NBV 同比为+10.2%，对应集团 EV 同比+8.1%/+4.8%/+8.3%；考虑投资端受股市影响波动较大，我们下调集团 2025-2026 年归母净利润预测至 1354/1485 亿元（调整前为 1515/1643 亿元），新增 2027 年归母净利润为 1721 亿元，分别同比+7.0%/+9.6%/+15.9%，对应 EPS 分别为 7.4/8.2/9.5 元。全年 DPS2.55 元，同比+5%，分红率（营运利润）为 37.9%，对应股息率为 4.7%，当前股价对应 2025-2027 年 PEV 分别为 0.6/0.6/0.5 倍，公司负债端表现稳健，综合金融战略持续显效，维持“买入”评级。

● 同步下调回报率与贴现率，个险渠道深化转型，银保聚焦价值经营

(1) 基于宏观环境和长期利率趋势考量，2024 年公司下调 EV 长期回报率假设 50bp 至 4.0%，下调传统险/分红与万能险等非传统险风险贴现率假设 100bp/200bp 至 8.5%/7.5%，2023 年假设下，2024 年末集团/寿险 EV 同比+11.4%/+15.6%，新口径下集团/寿险 EV 为 14226/8351 亿元，相较旧口径折扣-8.1%/-13.1%。(2) 报行合一影响下 2024 年首年保费同比-7.1%，新口径 margin 达到 22.7%，同比+3.5pct，三大因素驱动全年价值率提升。(3) 个险渠道：2024 年末代理人规模 36.3 万人，较年初+4.6%，可比口径下代理人渠道 NBV 同比+26.5%，人均 NBV 同比+43.3%，代理人队伍企稳回升，人均产能持续增长；(4) 银保渠道：聚焦价值经营，2024 年 NBV 同比+62.7%，深化“5+5+N”策略。(5) 社区网格及其他：13 个月保单继续率+5.7pct，NBV 同比近+300%，年末已在 93 个城市铺设 131 个网点，组建近 2.4 万人“三高”精英队伍。深耕保障、养老、财富三大市场，推出多款分红型产品，深化保险+服务产品生态圈。

● COR 改善+投资端驱动财险利润同比高增，高股息资产占比持续提升

(1) 2024 年财险保险服务收入 3281 亿元、同比+4.67%，综合成本率同比-2.3pct 至 98.3%，赔付率/费用率分别-0.5pct/-1.9pct，主要由于保证保险业务承保亏损下降影响。车险 COR 同比+0.3pct 至 98.1%，主要受新准则下贴现率下降后负债成本上升和暴雨等自然灾害同比多发影响。财险营运利润同比高增主要受益 COR 改善下承保利润为 54.6 亿（2023 年为-20.8 亿），同时投资收益同比+30.9%。(2) 2024 年保险资金组合规模较年初+21.4%至 5.73 万亿元，净/综合投资收益率 3.8%/5.8%，分别同比-0.4pct/+2.2pct，总投资收益同比+66.6%，对应测算总投资收益率为 3.9%，同比+1.2pct，年末公司权益类资产占比 16.4%，同比-0.9pct，其中 FVOCI 同比+0.9pct 至 4.6%，持续提升高股息资产占比。

● 风险提示：长端利率超预期下降；公司改革进展慢于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保费服务收入（亿元）	5,364	5,512	5,718	5,833	6,300
YoY(%)	-2.7	2.7	3.7	2.0	8.0
内含价值(亿元)	13,901	14,226	15,376	16,120	17,461
YoY(%)	-2.4	2.3	8.1	4.8	8.3
新业务价值(亿元)	311	285	300	326	359
YoY(%)	7.8	-8.2	5.0	8.6	10.2
归母净利润（亿元）	857	1,266	1,354	1,485	1,721
YOY (%)	2.3	47.8	7.0	9.6	15.9
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
P/EV	0.7	0.7	0.6	0.6	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)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
保险业务投资资产	47,222	57,314	59,998	66,918	73,610
其他资产	68,612	72,264	69,580	91,303	103,205
资产总计	115,834	129,578	129,578	158,221	176,815
保险合同负债	41,598	49,848	45,605	47,758	48,181
吸收存款	34,182	35,414	43,514	47,835	52,619
应付债券	9,640	9,670	11,547	12,540	12,540
其他负债	61,947	70,926	81,709	142,372	156,609
负债总计	103,545	116,531	129,467	142,372	156,609
股本	182	182	182	182	182
一般风险准备	1,304	1,443	1,579	1,727	1,899
未分配利润	6,217	6,935	7,768	8,703	10,252
归属于母公司所有者权益合计	8,990	9,286	10,190	11,274	12,996
少数股东权益	3,300	3,761	4,111	4,575	7,210
所有者权益合计	12,290	13,047	14,301	15,849	20,205
负债及股东权益总计	115,834	129,578	143,768	158,221	176,815

利润表(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,138	10,289	10,305	10,800	11,880
保费业务收入	5,364	5,512	5,718	5,833	6,300
银行业务利息净收入	1,189	939	2,235	2,190	2,409
投资收益	36,891	83,613	211,492	223,537	245,891
其他业务收入	-34,307	-79,775	-209,140	-220,760	-242,720
营业支出	-7,929	-8,573	-8,469	-8,795	-9,499
保险服务费用	-4,402	-4,491	-4,718	-4,821	-5,304
承保财务损益	-1,240	-1,727	-1,755	-1,832	-2,015
税金及附加	-37	-36	-33	-34	-38
业务及管理费	-802	-805	-953	-983	-1,081
非银行业务利息支出	-243	-194	-190	-193	-213
信用减值损失	-777	-856	-921	-970	-1,067
其他业务成本	-428	-465	101	39	219
营业利润	1,209	1,716	1,933	2,103	2,381
营业外收入	8	6	8	8	8
营业外支出	-16	-7	-10	-10	-10
利润总额	1,201	1,715	1,931	2,101	2,379
所得税	-108	-238	-252	-275	-308
净利润	1,093	1,478	1,679	1,826	2,071
减：少数股东权益	236	201	325	341	341
归母净利润	857	1,266	1,354	1,485	1,721

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)					
营业收入同比增长	-17.72%	12.60%	0.15%	4.80%	10.00%
保险服务收入同比增速	-2.68%	2.75%	3.74%	2.01%	8.00%
银行业务利息净收入	-9.27%	-21.05%	137.94%	-1.99%	10.00%
归母净利润同比增长	2.26%	47.79%	6.97%	9.64%	15.92%
归母净资产同比增长	3.43%	3.29%	9.74%	10.64%	15.27%
获利能力 (%)					
ROE	9.69%	13.85%	13.91%	13.84%	14.18%
ROA	0.75%	1.03%	1.05%	1.03%	1.03%
ROEV	6.40%	5.60%	10.38%	7.27%	10.75%
价值数据 (亿元)					
新业务价值	311	285	300	326	359
寿险内含价值	8,310	8,351	9,004	9,368	9,998
集团内含价值	13,901	14,226	15,376	16,120	17,461
每股指标 (元)					
每股收益	4.70	6.95	7.44	8.15	9.45
每股净资产	49.37	50.99	55.96	61.91	71.36
每股内含价值	76.34	78.12	84.44	88.52	95.89
估值比率					
P/E	11.16	7.55	7.06	6.44	5.55
P/B	1.06	1.03	0.94	0.85	0.74
P/EV	0.69	0.67	0.62	0.59	0.55

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3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