

# 中国太保 (601601)

## 中江举帆正长航，击楫勇进逐二期——中国太保 2023 年资本市场开放日见闻与思考

买入 (维持)

2023 年 07 月 14 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

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
归属于母公司的净利润 (百万元)	24,609	29,060	34,032	37,953
同比增长率 (%)	-8%	18%	17%	12%
新业务价值	9,205	10,811	11,999	13,313
新业务价值增长率 (%)	-31%	17%	11%	11%
EVPS	54.01	60.17	64.92	69.35
P/EV	0.53	0.48	0.44	0.41

关键词: #第二曲线 #低于重置成本

### 投资要点

- **中江举帆正长航，击楫勇进逐二期。**2021 年太保寿险推出“长航行动”并启动深化转型，既是公司面对寿险业从高速发展向高质量发展转变阶段提出的“做寿险业长期主义者”愿景，亦是集团转型 2.0 的延续与深化。公司上下一心，统一思想，以价值为底绘就高质量发展新画卷，不要低估集团和寿险领导对于转型的决心。二期工程将从塑型到成型，由外勤到内勤，实现“赋能型总部、经营型机构”。
- **职业营销：“三化五最”建设初见成效，业务量质双丰收。**太保寿险新业务价值增速自 3Q22 以来连续四个季度转正且领跑同业，预计 1H23 增速为 25%，领跑 A 股上市险企，主要得益于通过职业化、专业化、数字化建设，推动队伍质态和业务品质改善。公司主动求变，改变队伍经营的底层逻辑，探索职业营销芯模式，由以往“人力驱动、短期激励、产品炒作”转变为“职业营销、长期牵引、客户经营”。在芯基本法牵引下，建议积极关注队伍产能、核心人力数量、新人留存率及产能，保单继续率以及体现销售能力的价值率等指标持续改善力度。
- **价值银保：芯银保新定位，价值创造可期。**公司升级银保深度合作，在核心区域深度共建网点，丰富产品与服务满足分层客户的差异化需求，并建立高素质队伍。2023 年银保队伍数量超过 3,000 人，其中近七成是代理制，已超过十年前 1.6 万银保队伍的价值创造能力，看好银保渠道价值贡献逐年提升。
- **产服体系：金三角构建双闭环流程，太保家园赋能养老保障。**公司围绕健康、财富和养老三大核心需求，构建全新的“产品+服务”金三角体系。聚焦在两个客户视角的维度：全生命周期&支付能力差异分层。2022 年以来，公司抓住“低利率+低风险偏好”外部环境，积极推出多版本的长相伴增额终身寿险产品，2023 年以来受预定利率下调预期，该产品市场需求进一步被激活。
- **盈利预测与投资评级：**公司通过引入外脑、苦练内功、有序推动一期工程落地，2023 年以来公司逐步收获转型成效，基本面优于同业，看好太保作为本轮寿险业负债端复苏领头羊，圆满达成长航初心。我们预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 290.6、340.32 和 379.53 亿元，同比增速分别为 18.1%、17.1%和 11.5%，NBV 同比增速分别为 17.5%、11.0%和 11.0%。我们给予目标价为 39.44 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 芯基本法实施成效不持续；2) 集团和寿险公司董事长年近退休对集团“五航”转型成效影响；3) 长端利率及权益市场下行

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	28.61
一年最低/最高价	17.92/35.38
市净率(倍)	1.11
流通 A 股市值(百万元)	195,836.64
总市值(百万元)	275,237.97

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	25.82
资产负债率(% ,LF)	88.23
总股本(百万股)	9,620.34
流通 A 股(百万股)	6,845.04

### 相关研究

- 《中国太保(601601): 2022 年年报点评: 价值显拐点, 分红有韧性》  
2023-03-26
- 《中国太保(601601): 保险行业转型标杆, 领奏价值复苏号角》  
2023-02-17

## 内容目录

1. 长航行动太保实践，中国太保举办 2023 年资本市场开放日 .....	4
1.1. 长航行动蓝图提出 .....	4
1.2. 一期工程完美收官 .....	6
1.3. 不要低估集团和寿险领导对于转型的决心 .....	6
1.4. 二期工程有序展开 .....	7
2. 职业营销：“三化五最”建设初见成效，业务量质双丰收 .....	8
2.1. 自 3Q22 以来 NBV 增速持续转正，增速领跑上市同业 .....	8
2.2. “三化五最”建设架构完善，探索职业营销芯模式 .....	9
2.3. 队伍质态与业务品质取得双丰收 .....	11
3. 价值银保：芯银保新定位，价值创造可期 .....	12
3.1. 银保渠道今非昔比，内外部环境发生深刻变化 .....	12
3.2. 核心优势值得期待 .....	12
4. 产服体系：金三角构建双闭环流程，太保家园赋能养老保障 .....	14
4.1. 产服体系覆盖三大需求，形成双闭环流程 .....	14
4.2. 万亿蓝海，加速布局康养市场 .....	18
5. 深度价值，成色依旧 .....	20
5.1. 转型 2.0 以来，核心指标彰显底蕴 .....	20
5.2. 寿险价值底蕴韧性较强 .....	21
5.3. 分红韧性强，受新会计准则影响相对较小 .....	22
6. 盈利预测与投资建议 .....	24
6.1. 盈利预测 .....	24
6.2. 维持“买入”评级，给予 39.44 元/股目标价 .....	25
7. 风险提示 .....	26

## 图表目录

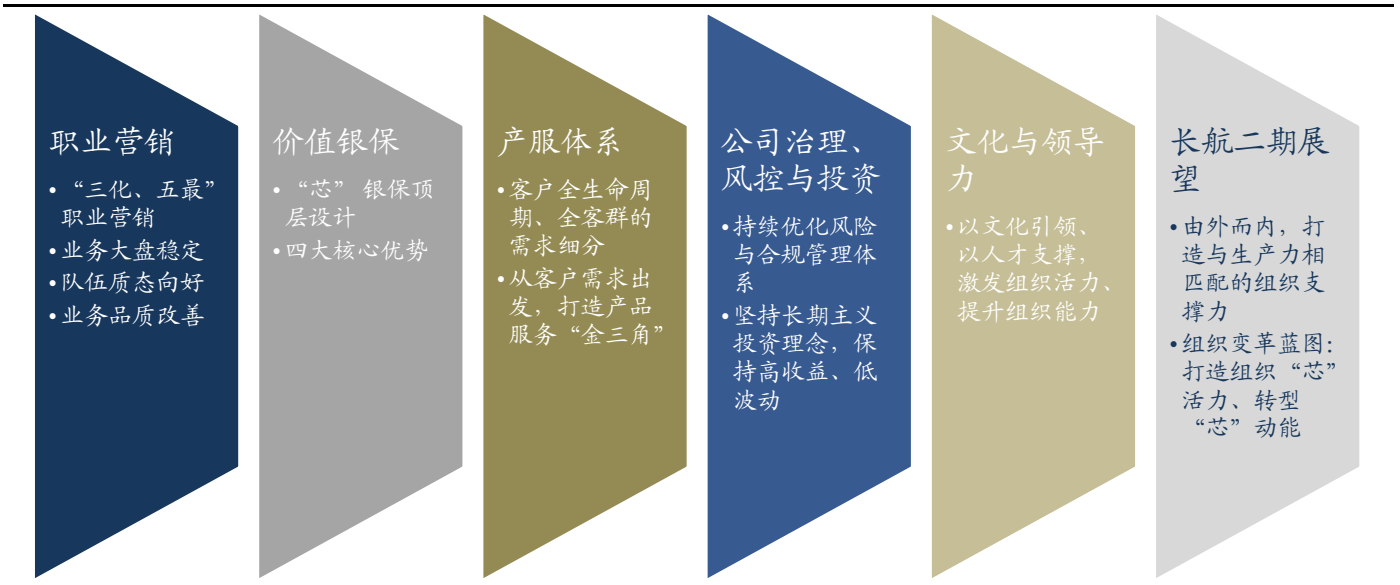
图 1:	长航行动太保实践中国太保举办 2023 年资本市场开放日整体汇报框架	4
图 2:	2021 年公司提出“长航行动”，引领太保寿险新一轮战略提升	5
图 3:	长航行动 2023: 加快高质量发展主体，将长航行动转型进一步深入导向	5
图 4:	长航行动未来价值增长路径和行业经营逻辑展开	6
图 5:	集团和寿险公司领导对于寿险转型的决心跃然纸上	7
图 6:	长航行动二期: 从转型到塑形，从外勤到内勤	8
图 7:	3Q22 以来太保寿险 NBV 同比增速持续转正领跑同业	9
图 8:	1H23 太保寿险 NBV 同比增速领跑 A 股上市同业	9
图 9:	太保寿险基本面相较同业展现优势	9
图 10:	个险营销“三化”建设升级	10
图 11:	“三化、五最”职业营销方式建设代理人队伍	10
图 12:	长航行动实施以来队伍质态持续向好 (1Q23)	11
图 13:	长航行动实施以来业务品质改善 (1Q23)	12
图 14:	核心优势基建，“芯”银保顶层设计架构	13
图 15:	策略改变带来卓越成效新优势	14
图 16:	2022 年以来太保寿险产品与服务不断丰富完善	15
图 17:	产品机制构建中央厨房式闭环流程	16
图 18:	服务机制构建服务工厂式闭环流程	16
图 19:	产服一体化健康保障解决方案，以重疾险为例打造新一代重疾和一站式服务	16
图 20:	产服一体化下的养老解决方案，推动产品服务多元化	16
图 21:	太保家园布局与产品线，目前已开业成都、大理和杭州社区三个项目	20
图 22:	3Q22 末样本寿险公司长期保单盈利能力对比	21
图 23:	3Q22 末样本寿险公司资本经营效率指标	21
图 24:	从二期工程探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环	22
图 25:	中国太保现金分红率高于同业	23
图 26:	中国太保收取现金股利-向子公司增资-分派给外部股东 (百万元)	23
图 27:	太保产险和太保寿险对集团分红率处于高位	23
表 1:	公司最新重疾产品针对特点对比	17
表 2:	太保鑫相伴 (至尊版) 终身寿险产品回报示例	18
表 3:	太保家园全国布局一览 (截止 2023 年 6 月)	19
表 4:	2017 年至 2022 年主要内资险企财务数据回顾，中国太保在 EV 和归母净利润上具备相对增速优势	21
表 5:	中国太保主要财务及精算指标一览表 (2023 年 7 月 13 日)	24
表 6:	太保寿险业务 P/EV 估值敏感性分析 (调整前为 1 倍调整后为 0.81)	25
表 7:	中国太保分部估值法 (单位: 百万元人民币)	26
表 8:	预测利润表与预测资产负债表 (人民币百万元)	27

## 1. 长航行动太保实践，中国太保举办 2023 年资本市场开放日

中江举帆正长航，击楫勇进逐二期。《资治通鉴》有言“十舰最著前，中江举帆，余船以次俱进”，顺势而为方能扬帆远航，乘势而上方可勇立潮头。面对人身险行业疫后的深刻变革，中国太保主动求变。2021 年初，太保寿险锚定“打造服务体验最佳的寿险公司做寿险行业长期主义者”的使命愿景，推出“长航行动”并启动深化转型。公司通过引入外脑、苦练内功、有序推动一期工程落地，2023 年以来公司逐步收获转型成效。2023 年既是检验险企转型成效关键年，亦是重塑行业寡头格局迎接估值分化的观察年，看好太保作为本轮寿险业负债端复苏领头羊，圆满达成长航初心。

2023 年 7 月，中国太保就长航行动一期工程实施以来的职业营销、价值银保、产服体系、公司治理&风控与投资、文化与领导力、二期转型设计思路进行主题汇报。会议由太保寿险总经理（首席执行官）蔡强总主持，五位分管总作分报告，董事长潘艳红作总结发言。2022 年，中国太保首提“五航”，在寿险“长航”、产险“续航”、资管“伴航”、太保服务“助航”、公司治理“护航”的指引下，集团转型成效夯实显现，其中太保寿险的长航行动既是公司面对寿险业从高速发展向高质量发展转变阶段提出的“做寿险业长期主义者”愿景，也是集团转型 2.0 的延续与深化。

图1：长航行动太保实践中国太保举办 2023 年资本市场开放日整体汇报框架



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.1. 长航行动蓝图提出

2021 年初，太保寿险锚定“打造服务体验最佳的寿险公司做寿险行业长期主义者”的使命愿景，推出“长航行动”并启动深化转型。2022 年以来，太保寿险坚持以客户需求为导向，以转型升级驱动发展内核与关键模式的深度转变，职业营销、服务式营销、价值银保、产品+服务体系等系列转型项目集有效落地，成效初步显现。

图2：2021 年公司提出“长航行动”，引领太保寿险新一轮战略提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年公司提出“长航行动”，引领太保寿险新一轮战略提升。“长航行动”明确提出了“一优、两稳、四新”的战略目标，即瞄准客户体验最优，追求价值稳定增长和市场地位稳固，力争渠道多元化实现新突破、大康养生态迈出新步伐、数字化建设取得新提升、组织人才发展踏上新台阶。太保寿险着力打造队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能四大战略内核，并立足近期业务增长、远期动能蓄势和底层能力支撑三个方面，构建“334”战略实施着力点：1.持续聚焦营销队伍升级、1+X 渠道布局、重点区域拓展 3 个增长点；2.形成大健康战略、大养老生态、数字化赋能 3 个优势源；3.通过增强科技能力、健全数据基础、提升组织能力、强化人才支撑巩固形成四大战略支撑点。

图3：长航行动 2023：加快高质量发展主体，将长航行动转型进一步深入导向

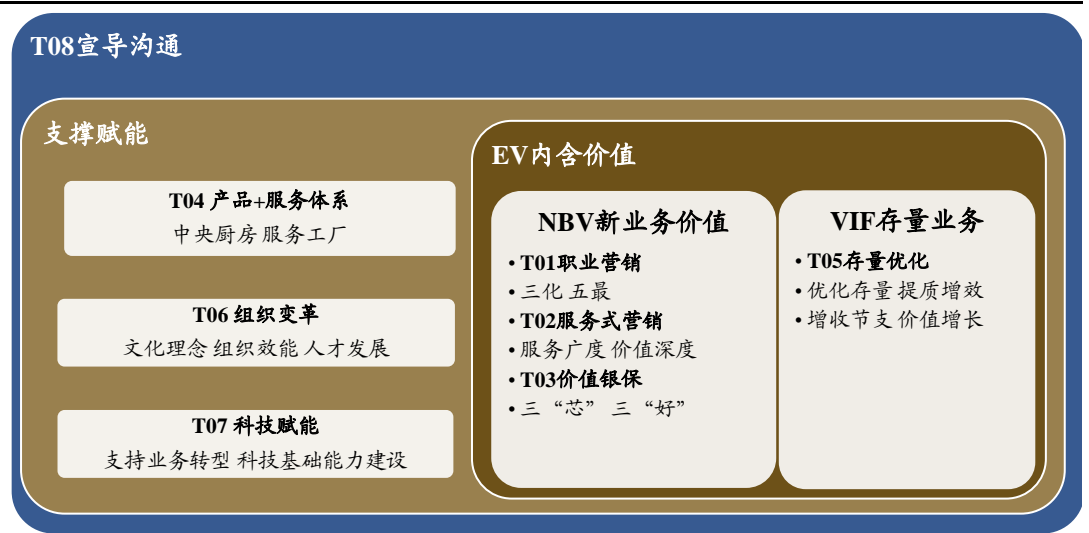


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 一期工程完美收官

2022年寿险公司深化落地长航行动，预计于2023年6月底完成首期18个月转型一期工程。2021年7月，寿险公司启动长航转型一期工程的整体设计，确定8个项目集，对渠道、产品+服务、存量业务优化、组织文化体系及宣导等进行全方位转型设计。公司坚定实施长航行动转型，2021年的主要工作包括：1.设计18个月规划路线图；2.加强考核夯实人力，尤其是以核心人力为重点的芯版基本法落地考核；3.开展内外勤转型宣导，公司上下同心协力，直面挑战与机遇。2022年以来，公司按计划开展一期工程转型落地，推动经营模式转变和升级。其中，个险职业营销项目于2022年1月1日起推出“芯”基本法，打造“职业化、专业化、数字化”的职业营销新模式，优化招募系统与工具，打造需求导向的销售支持系统，升级代理人支持平台“科技个险”，完善训练体系，加快职场升级。

图4：长航行动未来价值增长路径和行业经营逻辑展开



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

如果说，2022年是太保寿险深化转型一期工程，围绕外勤转型，芯基本法为先导；那么2023年转型重点则是深化转型二期工程，围绕内勤转型，组织变革为先导，打造适配转型所需的组织关系。

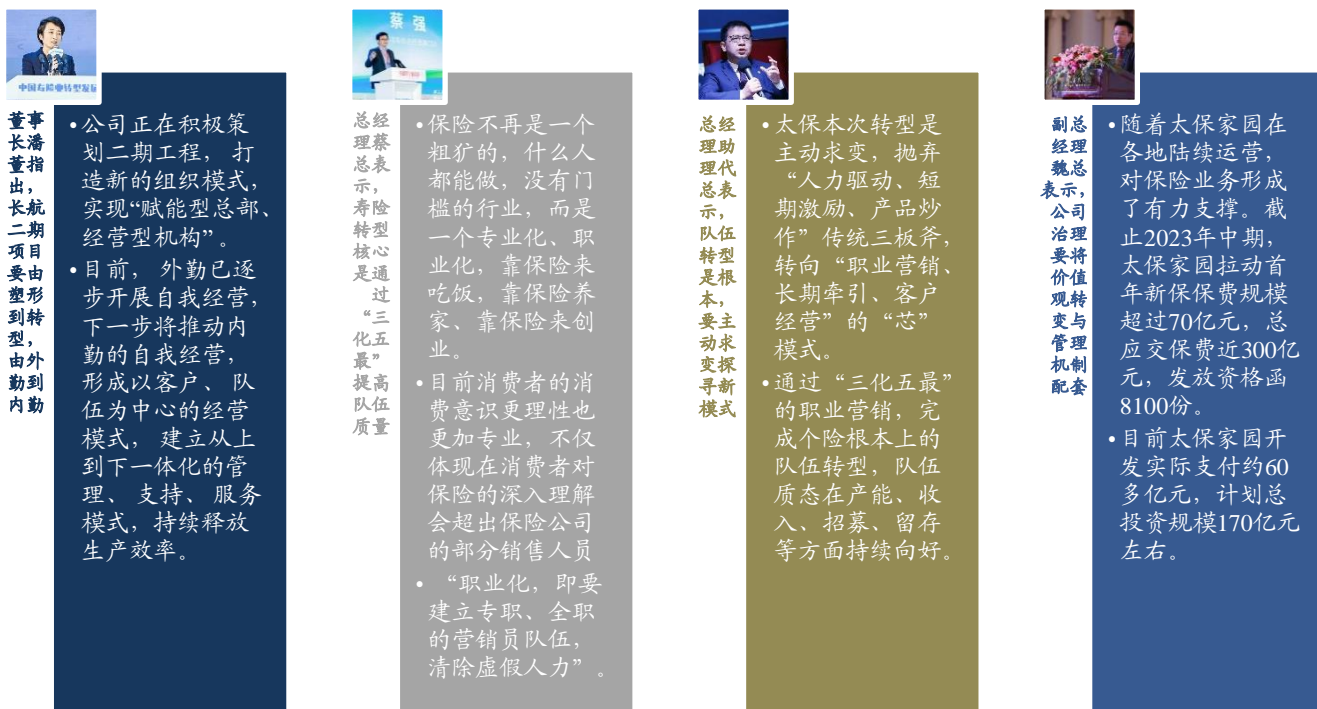
## 1.3. 不要低估集团和寿险领导对于转型的决心

蔡强作为太保寿险总经理(首席执行官)，执行长航行动转型规划，坚定转型决心。作为太保寿险聘请的外脑，蔡总于2021年4月正式加盟公司。蔡总曾任法国安盛保险集团(美国公司)个险营销员、地区经理、地区总监，法国安盛保险集团(中国香港公司)个险总经理、首席执行官，友邦中国首席执行官，友邦集团区域首席执行官，微医集团副董事长兼总裁等。蔡总于2009年加入友邦，任友邦中国首席执行官，2017年任友邦保险集团区域首席执行官分管友邦中国内地、马来西亚、越南、中国台湾及缅甸的业务。在蔡强的带领下，2009年至2016年，友邦中国年化新保复合增速达18.6%(集团整体为15.4%)，新业务价值复合增速达41.2%(集团整体为26.2%，内地为18.9%)，

税后营运利润复合增速为 30.8%(集团整体为 15.6%)，新业务价值率从 2009 年的 25.5% 提升至 2016 年的 86.4%。蔡总拥有丰富的寿险公司转型经验，并对中国人身险市场充满信心。

不要低估集团和寿险领导对于转型的决心，在长航行动转型指引下，公司上下一心，统一思想，以价值为底绘就高质量发展新画卷。蔡强总多次在业绩发布会公开场合面对投资者提问“长航行动一期工程中最满意的一件事和待优化的一件事分别是什么”的时候，他提到的是“凝聚人心”，一期工程以来，新的价值观和工作模式已逐步形成，公司上下拥抱转型，已进入良性循环，但新的能力、习惯需要更多时间逐步养成并产生效能。值得注意的是，此前市场担心，总经理蔡强总作为外脑加盟传统国企太保寿险，无法与现有管理团队有机融合。但是，自 2021 年 4 月蔡强总任职以来，无论是与董事长潘董的管理职责划分，还是与班子成员的沟通，蔡总都表现较强的管理、沟通与协调能力，并从内心认可公司的组织文化。可以预见的是，在长航行动转型指引下，公司上下一心，统一思想，以价值为底绘就高质量发展新画卷，转型成效的持续释放值得期待。

图5：集团和寿险公司领导对于寿险转型的决心跃然纸上



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.4. 二期工程有序开展

第一阶段公司重点开展渠道转型，进度符合预期，公司正在积极策划二期工程，打造新的组织模式，实现“赋能型总部、经营型机构”。目前，外勤已逐步开展自我经营，下一步将推动内勤的自我经营，形成以客户、队伍为中心的经营模式，建

立从上到下一体化的管理、支持、服务模式。二期工程将专注于建立全新的内外勤生产力和生产关系，促进公司经营的良性循环。

图6：长航行动二期：从转型到塑形，从外勤到内勤

**长航二期：由外而内，打造与生产力相匹配的组织支撑力**



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

面向未来，下一步太保寿险的转型将从塑型到成型，由外勤到内勤。在推动外勤转型的过程中，公司管理层提出长期以来形成的内勤保姆式或行政驱动式的管理方式，与希望推动外勤自主经营、专业销售的新经营模式之间矛盾越来越凸显。全面转换升级内勤管理模式，需要全面打造组织的新形态，以此匹配外勤专业销售模式。伴随一期工作稳步推进，长航计划二期核心主题围绕内勤转型，以组织变革为先，打造赋能型的总部和经营型的机构，优化内勤的工作模式和思维模式，升级内勤的管理经营能力，深化公司的生产效率和效能。1.围绕以客户为中心，打造与生产力相匹配的组织支撑力。2.以价值为初心。3.以活力为主心。

围绕这些顶层设计，二期工程下，公司将在架构、人才、机制、流程方面进行一系列变革。在人才方面，进一步强化市场化的用人机制和导向，增强专业化的赋能，增强人才成长的内驱力；在机制方面，更强调责、权、利、能相匹配的运行机制，同时匹配更加全方位、更长周期的评价机制；内部的运行流程方面，兼顾稳态和敏态，更加的精简、敏捷、高效。

**2. 职业营销：“三化五最”建设初见成效，业务量质双丰收**

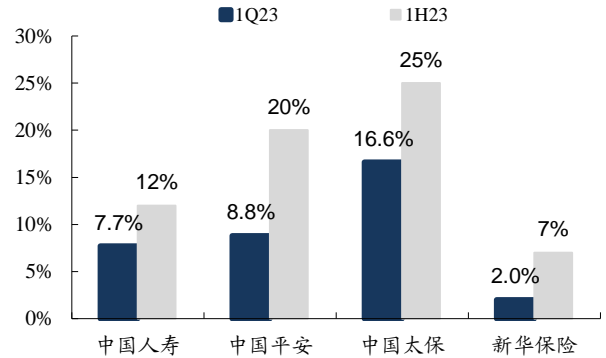
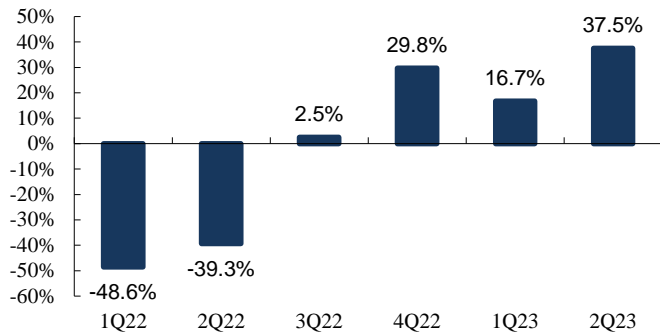
**2.1. 自 3Q22 以来 NBV 增速持续转正，增速领跑上市同业**

1Q23 太保寿险业务基本面表现持续向好。1.1Q23 太保寿险实现代理人渠道新保期缴规模 84.43 亿元，同比增长 4.2%。2.核心队伍规模逐步企稳，核心人力占比同比提升，核心人力月人均首年佣金收入、核心人力月人均税前收入均同比大幅提升。3.优增优育成效显著，招募人力同比提升，新人 13 月留存率大幅优化。4.业务品质显著改善，1Q23 末，公司个人寿险客户 13 个月保单继续率 95.9%，相较 1Q22 末提升 6.8 个百分点。



图7：3Q22以来太保寿险NBV同比增速持续转正领跑同业

图8：1H23太保寿险NBV同比增速领跑A股上市同业



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：太保寿险基本面相较同业展现优势

太保：预计1H23NBV增速达25%	平安：预计1H23NBV增速达20%	国寿：预计1H23NBV增速达12%	新华：预计1H23NBV增速达7%
<ul style="list-style-type: none"> <li>代理人渠道持续深化“三化五最”转型，强化芯法牵引，核心队伍规模逐步企稳，核心人力占比同比提升，核心人力月人均首年佣金收入、核心人力月人均税前收入均同比大幅提升。优增优育成效显著，招募人力同比提升，新人13月留存率大幅优化。</li> <li>二期工程收官在即，公司上下一心，在低基数和外部回暖共振下，业务增速持续优于同业。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1Q23末个险队伍较上年末下滑9.2%至40.4万人，但1Q23人均产能同比提升37.2%，人均收入同比增速超过10%。我们预计1H23人力数量企稳，质量加速改善。</li> <li>二季度公司提出专业创造价值，正式推出代理人理想态品牌“平安MVP”，即“平安最具价值保险代理人”。此举旨在打造代理人顶尖绩优队伍。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>坚持有效队伍驱动业务发展，聚焦“销售渠道强体工程”，不断强化增育联动，夯实队伍发展基石，推进销售队伍向专业化、职业化转型。</li> <li>1Q23末总销售人力为72.2万人，其中个险销售人力为66.2万人，环比基本持平，队伍规模企稳迹象更加明显；队伍质态持续提升，个险板块月人均首年期交保费同比提升28.8%。老准则下，国寿1Q23单季手续费及佣金支出同比增速9.5%（NBV增速7.7%；新单增速16.6%）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>期末个险渠道营销规模人力缩减，1Q23个险渠道价值增速仍未消负。</li> <li>二季度以来分公司持续加大中期考核，价值保费双位增长</li> <li>新一届管理层将于2023年下半年确定，新一届管理层有望重启增长发展策略，带领公司重回行业第一梯队公司</li> </ul>

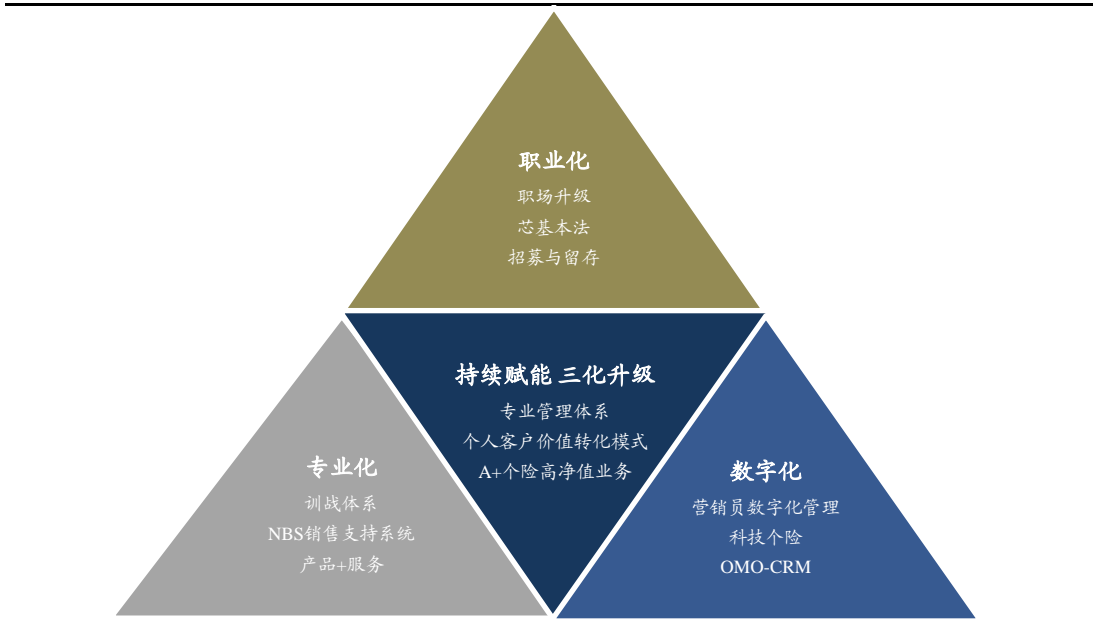
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. “三化五最”建设架构完善，探索职业营销芯模式

公司主动求变，改变队伍经营的底层逻辑，探索职业营销芯模式。芯模式的芯即是以往采用的旧方法中“人力驱动、短期激励、产品炒作”转变为“职业营销、长期牵引、客户经营”；将以往的人海模式转变为优增优育的底层逻辑，以一对一的销售方式代替产说会方式，以自主经营代替内勤推动，将业绩的短期冲刺模式转变为均衡持续模式。并通过基本法优化员工收入空间；完善销售支持系统，升级数字化营销员管理模式，以及采用对客户经营的线上线下结合方式打造更强大的创业平台；设计两大闭环流程实现产服体系高效性、敏捷性优化，提升服务质量；打造实战个性兼具的训练成长体系；对职业化营销职场升级来为太保代理人队伍实现“五最”，即最丰厚的收入空间，最强大的创业平台，最温暖的太保服务，最专业的成长体系，最舒心的工作环境。通过“五

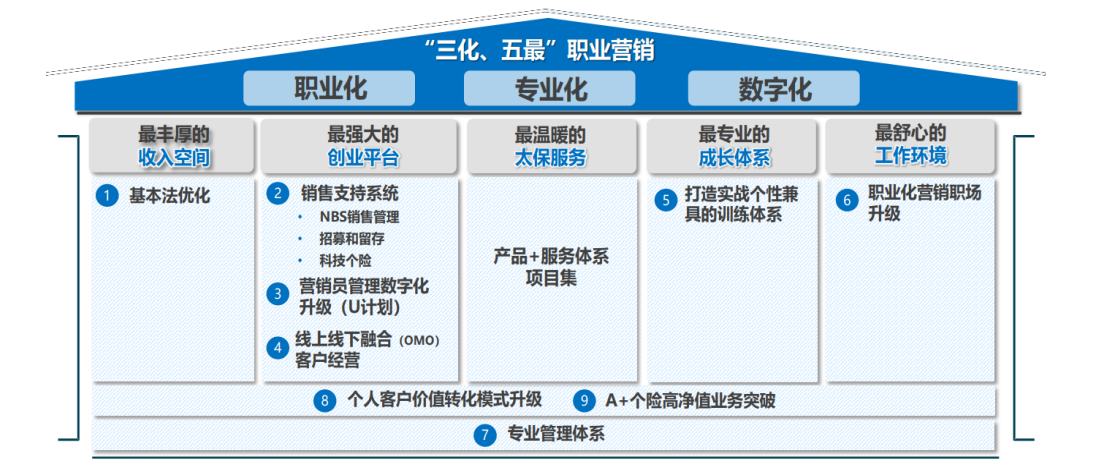
最”强化队伍的“三化”建设，形成专业的管理体系，升级个人客户价值转化模式。

图10: 个险营销“三化”建设升级



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11: “三化、五最”职业营销方式建设代理人队伍



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从队伍的角度实践“三化、五最”建设可以分为三个具体方面：

- **1 固化塑型：**发挥基本法引领作用，从队伍销售、主管经营、新人培育三方面抓行为改变，帮助队伍在家族经营长青发展、组织管理梯队培养、活动管理招募留存和需求销售客户经营四部分做到各司其职；坚持募育一体化经营，用新理念、新流程、新工具重塑招募体系，推进优募优育的常态化，吸引各行各业的优秀人才；推进客户分层经营，持续固化队伍习惯，为客户提供定制化全周期、全场景服务，个性化全方位、多层次综合解决方案。

- **2 专业赋能:** 升级训战体系, 聚焦队伍能力建设, 通过 3-5 年打造行业领先的能力成长训练体系, 搭建需求导向销售能力与自主经营管理能力双线培育路径; 深化“产品+服务”融合, 公司层面构建产服“金三角”集团生态, 个险层面培育全家全险全保障理念, 销售层面构建健康、养老、财富三大新主张。
- **3 打造平台:** 持续建设产销寿、寿销产、个销团的协同生态及数字科技平台; 通过构建数字化蓝图, 设立客户、服务、活动三大中心来搭建数字化科技平台, 为个人业务经营提供有力支撑。

### 2.3. 队伍质态与业务品质取得双丰收

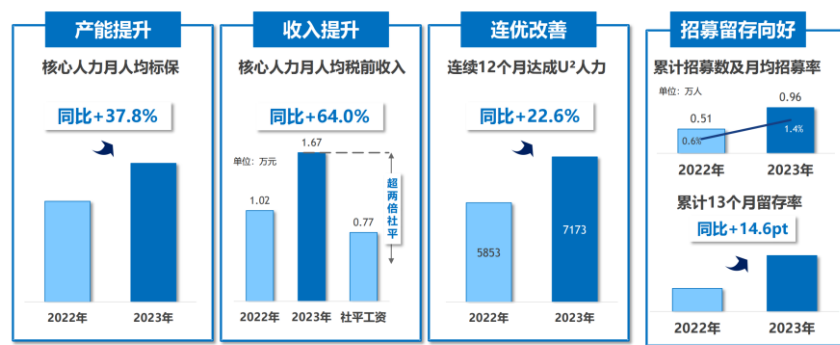
在芯模式架构建设下, 太保寿险代理人队伍获得质态多方面提升, 业务品质稳步提高。队伍建设上, 除培养尖端销售精英外也充分培养中坚力量, 整体质态提升, 体现在多个方面。产能方面, 1Q23 核心人力月人均标保同比提升 37.8%; 收入方面, 1Q23 核心人力月人均税前收入同比增长 64%, 超出社会平均水平两倍; 连优能力方面, 1Q23 连续 12 个月达成月度销售两件长险人力同比增长 22.6%; 招募方面, 月均招募率同比提升 0.8pt; 留存方面, 1Q23 累计 13 个月留存率同比增长 14.6pt。

业务品质各项指标稳步提高。1Q23 队伍重疾险举绩率环比逐月改善, 缴费结构期限优化, 5 年及以上保费占比提升 14pt; 13 个月保费继续率达到 95.9%, 同比大幅改善 6.8pt, 有效检验了芯基本法的成效。

长航行动二期工程, 公司表示将继续关注产能、核心人力数量、新人留存率、新人产能, 保单继续率, 同时蔡强总明确强调要积极关注体现销售能力的 Margin 恢复情况。

图12: 长航行动实施以来队伍质态持续向好 (1Q23)

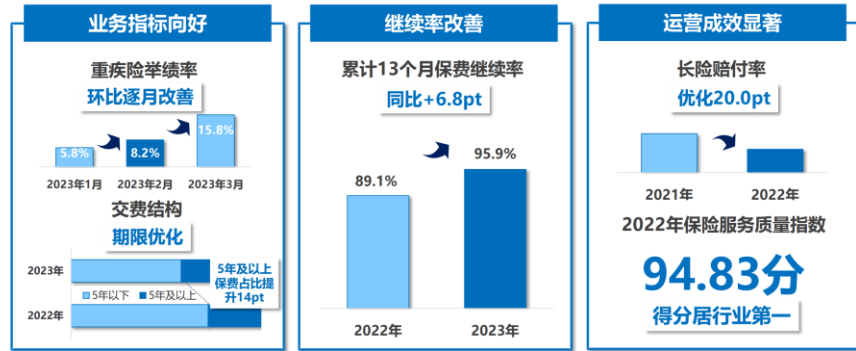
#### 队伍质态向好



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 长航行动实施以来业务品质改善 (1Q23)

**业务品质改善**



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

芯基本法效果持续释放, 从募、留、育、培多方面提升队伍质态水平。1.从入口端来看。队伍主要通过缘故、客户和网络等渠道多方位增员, 力争通过优秀吸引优秀, 提升队伍留存。以 2022 年分公司画像来看, 队伍来源包括销售(装修公司, 医美, 经纪, 移动支付)、工薪(基金公司, 4s 店配件员, 事业单位, 电商)、退休人员(物业管理, 日企管理, 中医医疗)和中小企业主(餐饮, 教培, 医美)。公司提高增员门槛的目的是为筛选学习能力和自我驱动意识。2.芯版基本法下, 佣金利益向一线倾斜, 队伍自己能快速倒算出合意收入的新单保费要求。3.太 U 选是芯法为核心逻辑, 对招募留存体系进行重塑再造“预选-唤醒-甄选”三大板块为核心, 科学、高效、优选新人, 提升“留存”打造高留存、高收入、高品质的招募留存体系, 助力队伍职业化、专业化、数字化队伍转型。

**3. 价值银保: 芯银保新定位, 价值创造可期**

**3.1. 银保渠道今非昔比, 内外部环境发生深刻变化**

芯银保重启是在新发展态势下, 多方外部环境提供稳定增长新机遇: 1 资本市场: 长端利率趋势性下行; 银行理财打破刚兑, 迎来全面净值化转型, 基金销售持续遇冷; 激进的资产驱动负债型模式逐渐淡出市场。2 监管环境: 银行业、保险业联合穿透监管; 市场主体进一步规范经营、健康发展; 银行保险业务竞争环境净化。3 客户需求: 居民资产增速快, 高净值客户财富加速积累; 居民储蓄率处于高位, 风险偏好下降; 综合资产配置成为主旋律, 保险保障和服务需求呈现多元化。4 银行偏好: LPR 多轮调整后净息差明显收窄, 盈利能力承压; 探索轻型化运营方向; 中间业务成为转型升级的重点。

**3.2. 核心优势值得期待**

公司拓宽多元化渠道布局, 深化芯银保业务模式塑型, 聚焦价值网点、价值产品和高质量队伍, 持续优化产品结构, 推动有价值的增长。“芯”银保全新定位下, 1Q23 期

缴新保高速增长，持续稳定创造价值：新业务价值占比司内贡献逐步攀升，1Q23 同比提升 11.3pt；1Q23 期缴新保收入同比增长 399.1%，占比同比提升 18.2pt。

**芯银保顶层设计聚焦网点、产品、队伍方面和科技赋能，带来全新优势。**价值银保确定了价值管理、价值产品和高质量队伍三大策略，同时也构建了以智慧银保、价值银保和芯银保通为三大科技平台，从而确保顶层设计规划和安全。价值网点采用一核双聚焦模式，以独代模式建设为核心，聚焦战略渠道，聚焦省会中心城市；价值产品着眼于三率，即以客群分层需求为导向，大众客群提升覆盖率，富裕客群提升渗透率，高净值客群提配置率；高质量队伍注重四高，即高素质、高举绩、高收入、高留存；科技赋能搭建三大“芯”科技平台，分别为智慧银保——助力销售提能，价值银保——赋能管理增效，芯银保通——优化客户体验。

图14：核心优势基建，“芯”银保顶层设计架构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

价值银保顶层设计带来的核心优势可以分为四点：

**1.与银行开展战略合作，在核心区域深度共建网点。**公司摒弃以往广泛、浅层次、中短期的合作，采用长期战略合作策略，聚焦核心银行“一行一策”的战略渠道，做到产品优配、队伍优配、网点深耕、客户经营；通过聚焦重点区域，发挥城均产出高、管理链路短、集团资源足的聚焦优势，通过突破中心城市挖掘发展深度。1Q23 公司期缴举绩率同比提升 12.1pt，网均期缴产能同比提升 111.3%，合作网点中收增速优于普通网点 43pt，力争深度融合共赢。

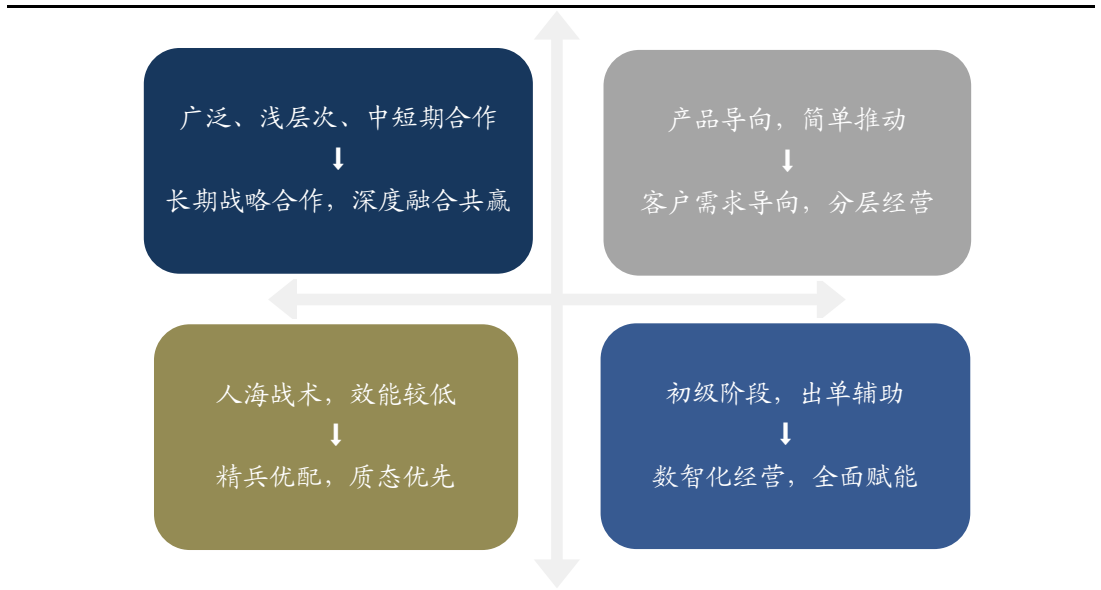
**2.丰富的产品与服务，满足分层客户的差异化需求。**摒弃以往产品导向，简单推动的服务模式，通过丰富产品以覆盖分层客户，发挥集团优势来满足客户对健康、养老、财富的综合需求。3Q22 至 1Q23，银保期缴新业务价值率稳定处于 20%以上，保险金信托对接客户数司内占比 63%，太保家园资格函司内占比 65%，探索客户分层经营。

**3.建立高素质队伍，配套行业领先的训战与活动管理模式。**摒弃以往低效能的人海

战术，通过优化基本法、增员模式、成本效能；以客户需求分析管理为核心的活动管理；采用训战一体模式，打造一只高素质、高产能、高绩效、高留存的四高团队。1Q23 银保渠道 NBV 占比同比提升 11.3pt，缴举绩率同比提升 19.9pt，人均期缴保费同比提升 327.8%。1Q23 末公司银保队伍数量超过 3,000 人，其中近七成是代理制，已超过十年前 1.6 万银保队伍的价值创造能力。

4.三大科技平台，全面赋能队伍需求与客户体验。

图15: 策略改变带来卓越成效新优势



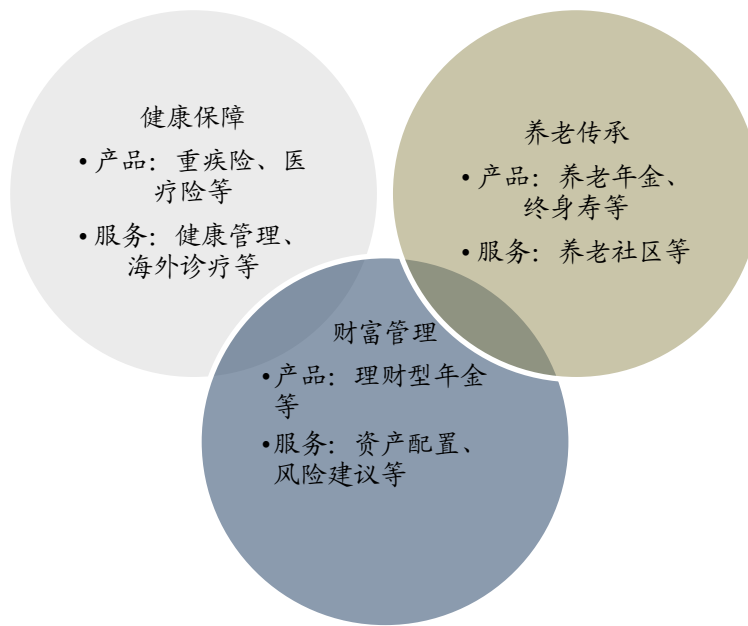
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 产服体系：金三角构建双闭环流程，太保家园赋能养老保障

4.1. 产服体系覆盖三大需求，形成双闭环流程

在长航转型指引下，太保寿险围绕健康、财富和养老三大核心需求，构建全新的“产品+服务”金三角体系。在传统重疾险产品因居民可支配收入预期下降叠加人海战术日渐式微的背景下，公司主动深度挖掘市场潜力，坚持以客户需求为导向，践行“全家全险全保障”的销售理念，不断完善自身保险产品体系以应对客户不断增长和丰富的保险保障需求。

图16: 2022年以来太保寿险产品与服务不断丰富完善

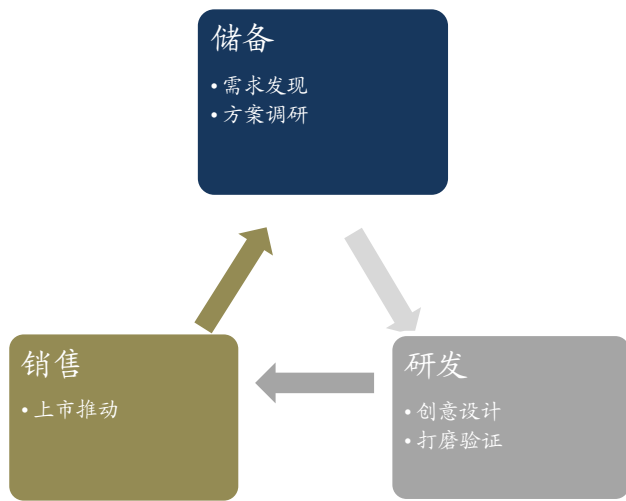


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

基于客户需求出发, 太保产服系统聚焦在两个客户视角的维度, 一是客户生命的全周期, 在供给侧的变革核心首先要覆盖每位客户生命的全周期; 二是基于客户支付能力的差异, 对客群进行需求细分, 从而进行多元化产品专业化、定制化的长期服务。产服金三角的实现有两个非常重要的闭环的机制, 太保寿险通过闭环机制保证在供给侧的产品线、服务线对市场的需求进行快速、敏捷、有效地响应。

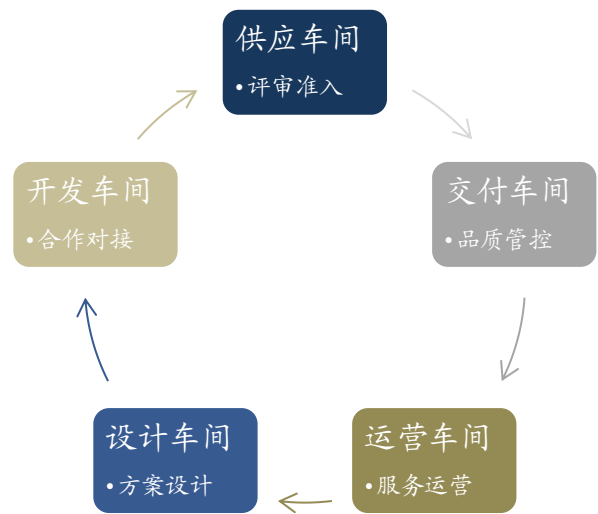
- 第一个闭环机制是在产品端实现集约化、定制化、预制化的“芯”一代预制厨房。在产品端实现从需求发现、方案调研、创意设计、打磨验证到上市推动的流程, 实现储备一代、研发一代、销售一代, 创造为差异化的渠道、区域、市场和客户提供差异化的产品服务的优势。
- 第二个闭环机制是服务机制的五车间流程闭环, 通过更主动、高效和可控的新一代服务工厂, 来确保产服一体化理念在服务流程的有效性和敏捷性。五车间分别是设计车间(方案设计)、开发车间(对接合作)、供应车间(准入与评审)、交付车间(品质管控)和运营车间(服务运营), 像对待保险产品一样对待保险服务, 将入口、流程、数据统一, 通过这种服务的产品化确保服务供给的有效适配, 达到高效运营、品质可控的效果, 提升客户体验。

图17: 产品机制构建中央厨房式闭环流程



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 服务机制构建服务工厂式闭环流程



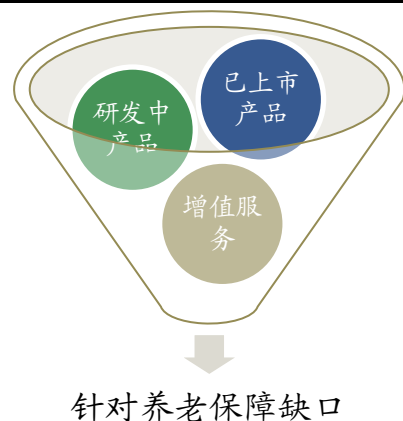
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 产服一体化健康保障解决方案, 以重疾险为例打造新一代重疾和一站式服务



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 产服一体化下的养老解决方案, 推动产品服务多元化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

针对健康保障缺口打造新一代重疾+一站式服务的解决方案, 实现“产品+服务”一体化设计。推出的新一代重疾产品金生无忧, 做到60岁前保障有深度, 60岁后保障有跨度的持续升级成效, 同时在服务领域和国药集团强强联手, 针对重疾客户打造新一代的太保蓝本管家, 实现一对一的专属私人管家, 一站式的就医解决方案。我们从公司今年上市的重疾产品条款变化不难看出, 已经从产品端逐步实现了对分层客户针对性提供产品和服务。



表1: 公司最新重疾产品针对特点对比

产品名称	太保金生无忧（成人版）重大疾病保险 （新产品，2023年4月上市）	太保金福合家欢（成人版）重大疾病保险 （新产品，2023年6月上市）
保障责任	<p><b>1 生命全周期，针对性防御：</b> 未满 60 岁时，重疾爱心加油包额外给付 50%基本保险金额，发生 20 种成人特定重疾额外给付 150%基本保险金额。</p> <p><b>2 病程覆盖广，病种涵盖全：</b> 保障 120 种重疾（基础保障），给付 100%基本保额病程不同阶段均享保障，呵护更周全。</p>	<p><b>1 病程覆盖广，病种涵盖全：</b> 包含 120 种重疾+60 种特定疾病，在疾病的病程全周期提供贴心守护。</p> <p><b>2 生命全周期，赔付享双倍：</b> 涵盖 20 种成人特定重疾，确诊可额外再得一倍赔付，针对性防御方案，增强保障深度。</p>
特色点评	<p>在覆盖投保年龄更广的基础上，对未满 60 岁被保险人增加 50%重疾加油包保险金，且额外给付保险金增加 50%，增加了<b>根据年龄分层</b>的保障，更具针对性。</p>	<p>对特定疾病增加额外给付保险金，较同类产品对<b>特定疾病类型增加了针对性保障</b>。</p>
费率情况	<p>年交保费 <b>15,250</b> 元（30 岁男性，20 年期缴，50 万保额）</p>	<p>年交保费 <b>15,050</b> 元（30 岁男性，18 年期缴，50 万保额）</p>

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**针对养老保障缺口，太保寿险推出多项个性化产品提供有针对性的养老传承服务。**

养老解决方案聚焦于特定客群，已上市鑫享康年高龄年金、爸妈好防癌医疗等产品，并有老年意外、慢病、特疾(帕金森、脑中风、阿尔兹海默病)和鑫福年年分红年金新产品线正在研发中。公司不仅在产品端满足全方位养老需求，在服务端提供和睦家、华西医院，太保家园机构养老、百岁居居家养老及护工服务、康复医院等多项全方位增值服务，推动产品服务多元化。

近年来，公司抓住“低利率+低风险偏好”外部环境，积极推出多版本的长相伴增额终身寿险产品，以满足客户对长期储蓄和长期保障型产品的综合需求，2023 年以来受预定利率下调预期，该产品市场需求进一步被激活。太保长相伴（精英版 2.0）终身寿险产品，该产品卖点在于：1.长久关怀，终身递增。有效保险金额每年按照 3.0%确定递增直至终身，为客户提供终身保障。2.减保灵活，自由调配。可根据资金使用需求，在满足条款要求的条件下，通过减保方式获取部分保单现金价值。3.保单贷款，缓解压力。产品可通过保单贷款获取流动资金，缓解未来可能出现的现金压力。4.产品一张保单可保两人，其中一人意外身故或全残可享保费豁免，保单依然有效。

我们以公司近年来助力长期储蓄型业务增额终身寿险为例，分析该产品在财富管理和养老传承功能的独特优势。根据产品说明书的利益演示，投保人 10 年后产品内部回报率（IRR）在 2.5%-3.0%之间，满足了客户长期储蓄和长期保障的双重需求，且产品负债成本相对可控。我们预计，即使在未来预定利率下调至 3.0%后，仍能通过分红险和优化费用结构的方式，提供给客户合意的收益水平。

表2: 太保鑫相伴(至尊版)终身寿险产品回报示例

保单年度	被保险人年龄(岁)	年度保费(元)	累计保费(元)	基本保额(元)	有效保额(元)	身故或全残保险金(元)	现金价值(退保金,元)	IRR
1	51	100,000	100,000	447,600	447,600	140,000	25,300	-
2	52	100,000	200,000	447,600	461,000	280,000	65,500	-
3	53	100,000	300,000	447,600	474,900	420,000	123,000	-
4	54	100,000	400,000	447,600	489,100	560,000	208,700	-
5	55	100,000	500,000	447,600	503,800	700,000	346,900	-
6	56	-	500,000	447,600	518,900	700,000	403,200	-
7	57	-	500,000	447,600	534,500	700,000	460,300	-
8	58	-	500,000	447,600	550,500	700,000	518,200	0.72%
9	59	-	500,000	447,600	567,000	700,000	576,700	2.40%
10	60	-	500,000	447,600	584,000	700,000	593,500	2.47%
15	65	-	500,000	447,600	677,000	687,600	687,600	2.68%
20	70	-	500,000	447,600	784,900	797,100	797,100	2.78%
25	75	-	500,000	447,600	909,900	924,000	924,000	2.83%
30	80	-	500,000	447,600	1,054,800	1,071,200	1,071,200	2.86%
35	85	-	500,000	447,600	1,222,800	1,241,800	1,241,800	2.88%
40	90	-	500,000	447,600	1,417,600	1,439,400	1,439,400	2.90%
45	95	-	500,000	447,600	1,643,300	1,668,500	1,668,500	2.91%
50	100	-	500,000	447,600	1,905,100	1,933,900	1,933,900	2.92%
55	105	-	500,000	447,600	2,208,500	2,241,300	2,241,300	3.40%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所;

注: 产品示例: 张女士, 50 周岁, 为自己投保了太保鑫相伴(至尊版)终身寿险, 选择 5 年交, 年交保费 100,000 元。  
产品责任: 身故保险金或全残保险金: 交费期满前, 身故保险金或全残保险金为已交保费的一定比例和现金价值的较大者; 交费期满后, 身故保险金或全残保险金为已交保费的一定比例、现金价值和有效保险金额的较大者。

## 4.2. 万亿蓝海, 加速布局康养市场

太保寿险持续发力, 打造**保险+健康管理、养老服务的第二增长曲线**, 深入“**保险产品+养老社区+养老服务**”综合解决方案。太保寿险全方位构建**财富、健康、养老**的产品+服务“金三角”, 通过年金险、长护险和重疾险对接养老社区部分费用, 有效提高客户入住高端养老社区的支付能力, 发挥“1+1>2”的协同作用。太保家园致力打造“中国养老社区 2.0”的典范, 将 CCRC(持续照料退休社区)与 AIP(在熟悉的环境中养老)模式相结合, 同时融入符合亚洲人生活习惯的适老化设计。

太保家园按照“**南北呼应、东西并进、全国连锁、全龄覆盖**”的思路, 已在长三角、大湾区、环渤海、成渝及中部地区落地多个颐养、康养、乐养型**高端养老社区**项目。截止 2023 年 6 月, 太保家园包含了成都、大理、杭州、厦门、南京、上海崇明、上海普陀、上海静安、武汉、北京、青岛、郑州、三亚 11 个城市共 13 个项目, 总建筑面积 117.9 万平方米, 投资床位数超 14,000 张, 居保险行业第 2 位。其中, 在建养老公寓近 8500

套，在建床位数超 11,300 张。已开业项目 3 个，分别为成都、大理、杭州社区，交付床位数超 3000 张。目前太保家园杭州社区“颐养”区域入住率已达 35% “乐养”区域平均每天有近 50 位长者入住；“康养”区域试运营一个月居住了近 20 位长者。下阶段，太保家园还将按照“区位更近、规模更精、客户更老”的原则，开展轻资产业务，探索普惠养老市场，面向更多的老人提供身边服务、终身服务和精致服务。

表3: 太保家园全国布局一览 (截止 2023 年 6 月)

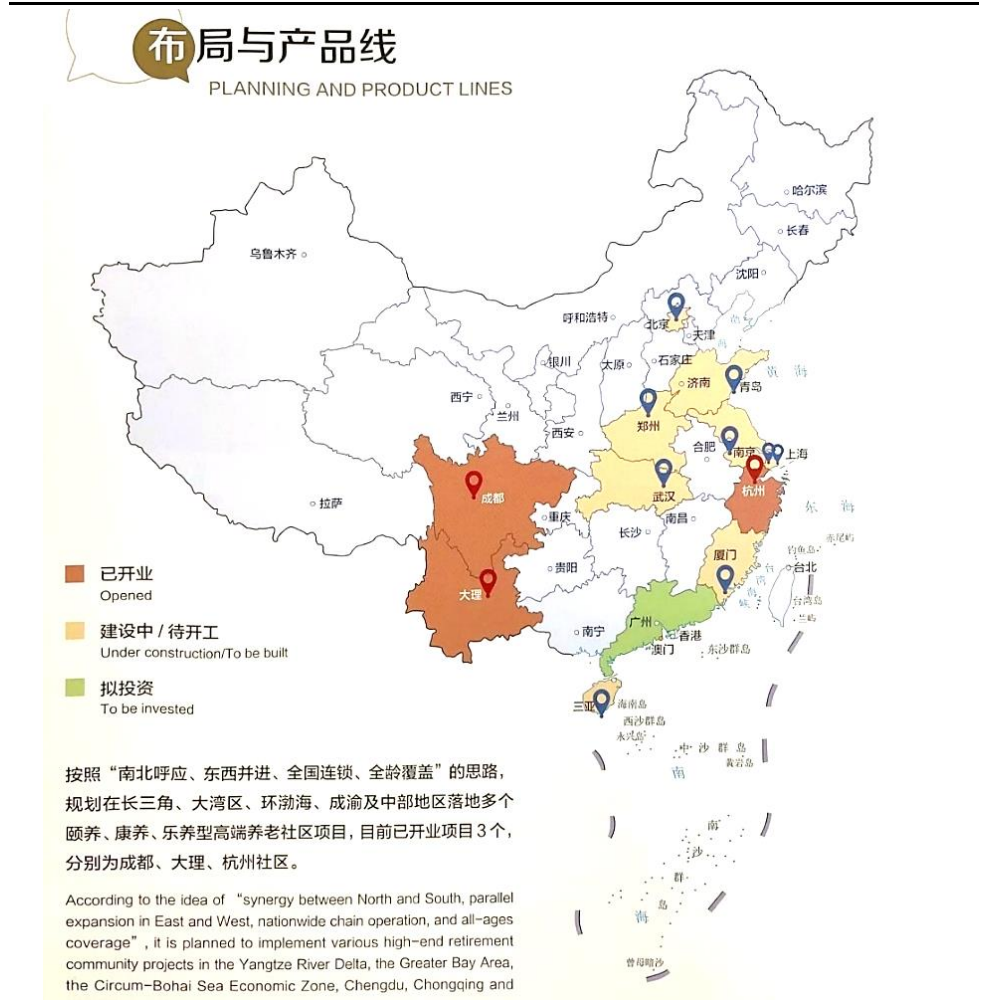
地区	状态	类别	营业情况	建筑面积 (万方)	定位
成都市温江区	运营中		2021 年已开业	26.7	蜀地文化、CCRC 养老社区
杭州市临安区	运营中		2022 年已开业	10	吴越文化、生态颐养社区
上海市崇明区	已封顶		2022 年开放参观	11.7	海派韵味、国际健康养老养生社区
厦门市环东海域	已封顶		2022 年开放参观	13.3	闽南文化、滨海型高端颐养社区
南京市仙林区	已封顶	颐养	2022 年开放参观	2.7	城市型精品颐养社区
武汉市汉阳市	建设中		预计 2024 年开放	12.2	中高端 CCRC 全龄化养老社区
郑州市郑东新区	建设中		预计 2025 年开放	8.7	生命科学园
北京市经济开发区 (大兴)	建设中		预计 2025 年开放	6	高品质养老社区、城市化生活服务
大理市大理镇	运营中		2021 年已开业	2	旅居养老
三亚市海棠区	建设中	乐养	预计 2024 年开放	4.3	候鸟式旅居养老
上海市普陀区	已封顶		2022 年开放参观	1.7	城市型高品质康养社区
青岛市市南区	已封顶	康养	2023 年开放参观	2	城市型国际康养社区

数据来源：公司公告，东吴证券研究所，数据截止至 2023 年 6 月；

备注：乐养，度假型，以候鸟式旅居业态为主，满足度假养生需求，面向 55~69 岁的低龄老人；颐养，城郊型，以健康活力养老业态为主，满足一站式高品质养老需求，面向 70~79 岁的中龄老人；康养，城市型，以康复护理业态为主，满足生活照护、医疗康复需求，面向 80 岁以上的高龄老人

目前太保家园已有 3 个社区和 5 个体验馆开业，12 万人次进行预约参观，公司举办了 5,415 场次客户经营活动和健康管理体验，让客户实地感受机构养老和健康管理，2023 年以来拉动约 70 亿元新保业务，300 亿元应缴保费，8,100 份入住资格函。我们认为通过养老社区的高品质服务吸引中高净值客群，构建财富、健康、养老的产品+服务“金三角”不失为一种在行业低迷期有益尝试。高品质的服务供给和全国连锁的规模效应是持续发展的护城河，看好公司打造保险+健康管理、养老服务的第二增长曲线。

图21: 太保家园布局与产品线, 目前已开业成都、大理和杭州社区三个项目



数据来源:《太保家园》(2022年12月版), 公司官网, 东吴证券研究所

## 5. 深度价值, 成色依旧

### 5.1. 转型 2.0 以来, 核心指标彰显底蕴

2017年, 公司主动求变谋划启动转型 2.0, 得益于公司坚持以客户需求为导向, 专注保险主业, 做精保险专业, 坚持“成为行业健康稳定发展的引领者”的愿景, 公司核心财务和保险指标稳定性显著领先上市同业, 包括: 净利润增速、寿险 ROEV 等。

我们复盘了自 2017 年转型 2.0 提出以来, 2017 年至 2022 年主要上市险企核心财务数据, 我们发现太保绝对增速仅次于平安, 高于国寿和新华, 且整体增速具备优势。2017-2022 年, 中国太保内含价值 (EV) 和归母净利润复合增速分别为 13.2% 和 10.9%, 均领跑上市同业 (平均值分别为 12.2% 和 1.2%)。相对而言受人力持续下行冲击, 个险代理人队伍和 NBV 指标表现相对较弱, 2017 年至 2022 年个险新单和 NBV 复合增速分别为 -14.2% 和 -19.2%, 相对稳健的财务指标符合长线机构投资者的偏好。

表4: 2017年至2022年主要内资险企财务数据回顾, 中国太保在EV和归母净利润上具备相对增速优势

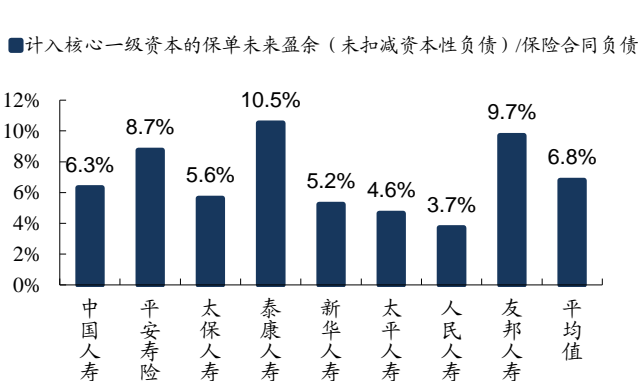
指标类型	中国太保	中国平安	中国人寿	新华保险	合计值
<b>价值指标</b>					
EV cagr	13.2%	12.2%	11.9%	11.5%	12.2%
NBV cagr	-19.2%	-15.6%	-9.7%	-27.5%	-14.4%
寿险 ROEV	17.5%	19.2%	14.1%	15.3%	16.5%
<b>规模指标</b>					
个险新单 cagr	-14.2%	-7.9%	-0.1%	-11.8%	-6.1%
个险代理人 cagr	-20.4%	-20.3%	-15.8%	-10.8%	-17.6%
寿险原保费收入 cagr	5.3%	3.9%	3.7%	8.3%	4.5%
<b>财务指标</b>					
归母净利润 cagr	10.9%	-1.2%	-0.1%	12.8%	1.2%
平均分红率	42.6%	33.5%	37.2%	30.9%	35.2%
ROE	12.6%	18.1%	10.6%	13.8%	14.8%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; cagr 表明复合增速, ROEV 与 ROE 为 2017 至 2022 年均值。

### 5.2. 寿险价值底蕴韧性较强

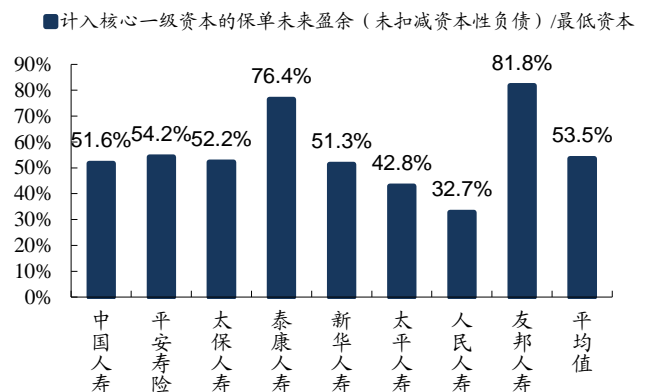
为了更好分析存量保单长期盈利能力, 我们使用二期工程下逐季披露的“保单未来盈余/保险合同负债”以表征存量保单盈利能力。需要指出的是, 由于披露完整性限制, 我们分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余 (未扣减资本性负债), 该指标内涵是每单位的人身险合同负债创造的保单未来盈余, 该比值越高表明人身险公司保单盈利能力越强, 长期负债经营效率更高。3Q22 末计入核心一级资本的保单未来盈余 (未扣减资本性负债)/保险合同负债由高至低为泰康人寿(10.5%)、友邦人寿(9.7%)、平安寿险(8.7%)、中国人寿(6.3%)、太保人寿(5.6%)、新华人寿(5.2%)、太平人寿(4.6%)、人民人寿(3.7%)。

图22: 3Q22 末样本寿险公司长期保单盈利能力对比



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所; 注: 使用计入核心一级资本的保单未来盈余 (未扣减资本性负债) / 保险合同负债

图23: 3Q22 末样本寿险公司资本经营效率指标



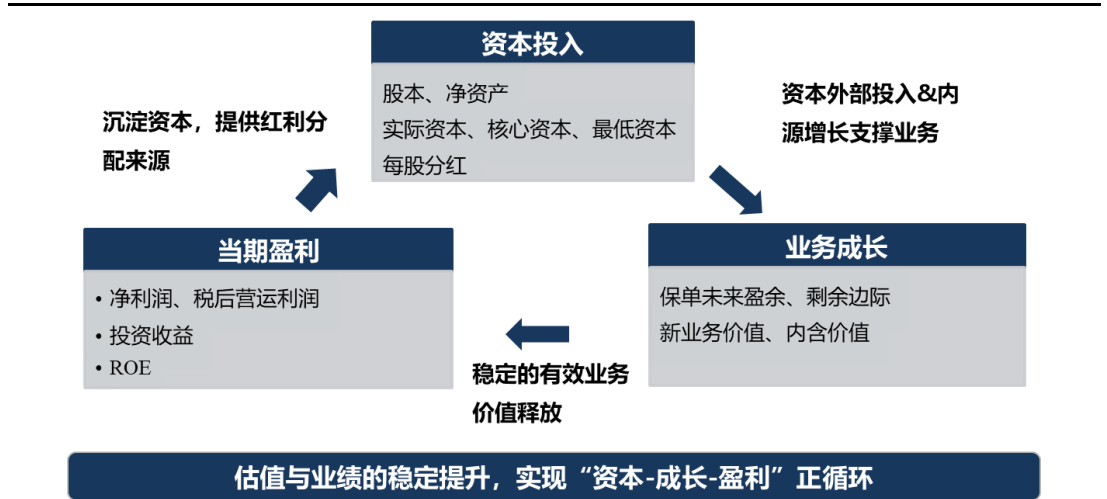
数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所; 注: 使用计入核心一级资本的保单未来盈余 (未扣减资本性负债) / 最低资本

为了更好地分析资本经营的效率，我们计算了二期工程下逐季披露的“保单未来盈余/最低资本”指标。需要指出的是，由于披露完整性限制，我们分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债），该指标内涵是每消耗 1 单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，该比值越高表明人身险公司单位资本消耗越低，资本经营效率更高。3Q22 末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/最低资本由高至低为友邦人寿(81.8%)、泰康人寿(76.4%)、平安寿险(54.2%)、太保人寿(52.2%)、中国人寿(51.6%)、新华人寿(51.3%)、太平人寿(42.8%)、人民人寿(32.7%)。

### 5.3. 分红韧性强，受新会计准则影响相对较小

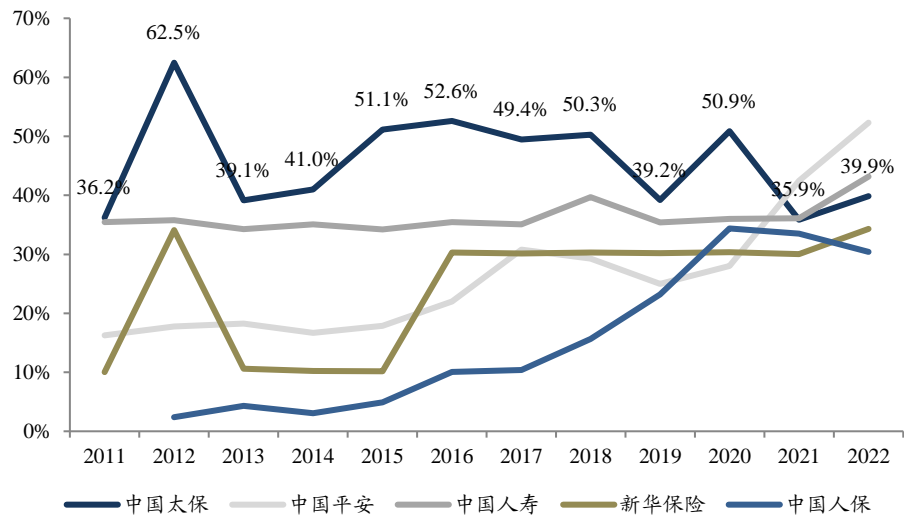
寿险公司“**资本-成长-盈利**”正循环。寿险公司股东通过资本投入支撑优质保单业务成长，进而驱动稳定有效业务价值利润释放，内源性资本再投入促成新业务的良性成长，由此实现了资本（净资产、偿付能力充足率、每股分红）、成长（保单未来盈余、剩余边际、新业务价值和内含价值）以及盈利（净利润、营运利润、投资收益、ROE）共生增长。优秀的寿险公司有望通过估值与业绩的稳定提升，实现“**资本-成长-盈利**”正循环。公司一直重视对投资者的合理回报，上市以来的年均分红率在上市同业中排名前列。我们预计，公司将在兼顾内外部经营环境变化的基础上，考虑净利润、营运利润、偿付能力充足率等因素，合理确定现金分红水平。

图24：从二期工程探析寿险公司“**资本-成长-盈利**”正循环



数据来源：东吴证券研究所整理

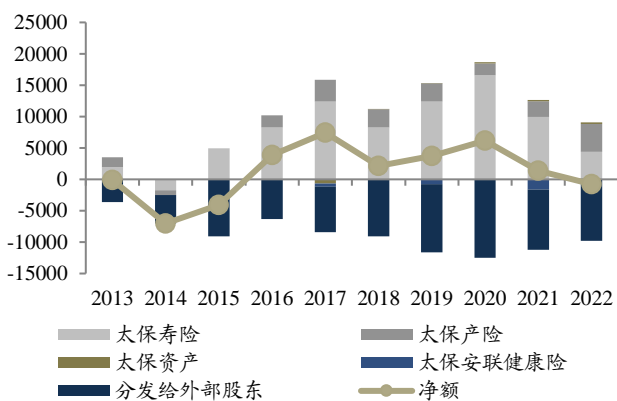
图25：中国太保现金分红率高于同业



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

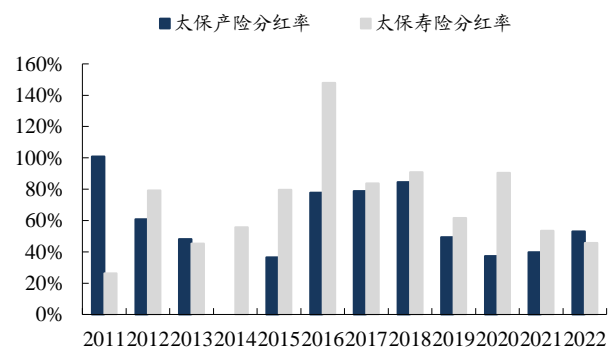
近五年（2018至2022年）中国太保平均现金分红率约为42.6%，显著领跑同业（A股同业平均约为32.5%）。太保集团本身不经营具体业务，集团的分红来源主要来自太保寿险、太保产险、太保资产向集团分红，我们统计了近十年太保寿险和太保产险对集团的分红情况。我们发现：2013年至2022年太保寿险子公司分红率为73.3%，太保产险分红率52.5%，历年间保持相对稳定。“偿二代”二期工程实施后，太保产险于2023年3月在全国银行间债券市场公开发发行5+5年期可赎回资本补充债券，金额70亿元，太保寿险申请“一司一策”过渡期方案，2022年至2025年保单未来盈余在核心资本中占比由监管规定的不得超过35%，分别调整为55%、45%和35%，降低了短期核心偿付能力波动的压力。

图26：中国太保收取现金股利-向子公司增资-分派给外部股东（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所，数值为净额

图27：太保产险和太保寿险对集团分红率处于高位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 盈利预测

我们预计公司 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 290.6、340.32 和 379.53 亿元，同比增速分别为 18.1%、17.1%和 11.5%，集团 EV 分别为 5787.91、6245.21 和 6671.08 亿元，同比增速分别为 11.4%、7.9%和 6.8%，NBV 分别为 108.11、119.99 和 133.13 亿元，同比增速分别为 17.5%、11.0%和 11.0%，太保寿险 ROEV 分别为 11.89%、12.21%和 12.00%，ROE 分别为 11.84%、12.39%和 12.67%，当前股价对应 2023 年至 2025 年 P/EV 分别为 0.48、0.44 和 0.41 倍。

表5: 中国太保主要财务及精算指标一览表 (2023 年 7 月 13 日)

主要价值指标 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
集团内含价值	498,309	519,621	578,791	624,521	667,108
有效业务价值	211,096	243,193	259,178	274,498	287,721
集团净资产	226,741	228,446	262,549	286,604	312,667
太保寿险一年新业务价值	13,412	9,205	10,811	11,999	13,313
太保寿险新业务价值率	23.5%	11.6%	14.3%	15.9%	17.7%
太保寿险 ROEV	13.0%	11.5%	11.9%	12.2%	12.0%
集团每股内含价值 (元)	51.8	54.0	60.2	64.9	69.3
太保产险综合成本率	99.0%	97.3%	98.4%	97.8%	98.0%
集团投资资产净值增长率	5.4%	2.3%	4.3%	4.3%	4.3%
主要业务指标 (百万元)					
保险业务收入	366,782	398,818	417,812	438,970	462,900
太保寿险	211,685	225,343	234,888	245,471	257,932
太保产险	152,643	170,377	180,413	190,610	201,646
月均保险营销员 (千名)	525	279	300	320	350
保险营销员每月人均产能 (元/人/月)	4,638	6,844	6,923	7,057	7,022
可投资资产	1,812,069	2,026,283	2,211,987	2,401,095	2,596,856
总投资收益率	5.7%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
净投资收益率	4.5%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%
主要财务指标 (百万元)					
归属于母公司股东净利润	26,834	24,609	29,060	34,032	37,953
太保寿险	18,905	16,199	17,961	21,207	24,303
太保产险	6,352	8,161	8,204	9,614	10,076
基本每股收益 (元)	2.79	2.56	3.02	3.54	3.95
每股净资产 (元)	23.57	23.75	27.29	29.79	32.50
每股股息 (元)	1.0	1.02	1.2	1.4	1.6
ROE	12.1%	10.8%	11.8%	12.4%	12.7%
估值指标					
P/EV	0.55	0.53	0.48	0.44	0.41
PB	1.21	1.20	1.05	0.96	0.88



PE	10.3	11.2	9.5	8.1	7.3
股息率	3.5%	3.6%	4.2%	4.9%	5.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 6.2. 维持“买入”评级，给予 39.44 元/股目标价

我们采用分部估值法对中国太保进行估值，2023 年以来产寿险基本面持续向好，资产端展现相较于更强的韧性，我们继续维持板块首推。我们根据 PB-ROE 体系给予太保产险 1 倍 P/B，根据 P/EV-ROEV 体系给予太保寿险投资收益敏感性调整前 1 倍 P/EV，但当前市场对寿险公司长期 5% 的投资收益率假设实际仍然较为担心，我们按照敏感性分析假设线性外推给予 100BP 投资收益率假设下调，得到经过调整的 P/EV 估值为 0.81 倍，其余业务我们按照 1 倍 PB 估值（主要为结构化主体包括信托产品、债权投资计划、股权投资计划、项目资产支持计划和机构发行的理财产品等<sup>1</sup>，多以公允价值计量且公司资产质量较为扎实可靠），同时给予整体估值 25.4% 折扣（分部估值法缺陷，集团股东不能直接分享到子公司的利益，图 27 显示集团收取现金股利-向子公司增资-分派给外部股东净额大于零，根据公司 2020 年至 2022 年近三年分配平均留存比例 25.4% 计算，给予集团估值折扣 25.4%）。

表6：太保寿险业务 P/EV 估值敏感性分析（调整前为 1 倍调整后为 0.81）

		权益市场波动								
		-20.0%	-15%	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
投资收益率假设变动	-200bp	0.53	0.55	0.57	0.59	0.61	0.63	0.65	0.68	0.70
	-150bp	0.62	0.64	0.67	0.69	0.71	0.73	0.75	0.77	0.79
	-100bp	0.72	0.74	0.76	0.78	0.81	0.83	0.85	0.87	0.89
	-50bp	0.82	0.84	0.86	0.88	0.90	0.92	0.95	0.97	0.99
	0bp	0.92	0.94	0.96	0.98	1.00	1.02	1.04	1.06	1.08
	+50bp	1.01	1.03	1.05	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16	1.18
	+100bp	1.11	1.13	1.15	1.17	1.19	1.22	1.24	1.26	1.28
	+150bp	1.21	1.23	1.25	1.27	1.29	1.31	1.33	1.36	1.38
	+200bp	1.30	1.32	1.35	1.37	1.39	1.41	1.43	1.45	1.47

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；敏感性分析测算方法如下：由于我们按照评估价值=1\*EV+X\*NBV 估算，其中 X 根据 P/EV-ROEV 模型倒算得到， $P/EV = (1*EV + X*NBV) / EV$ ；当测算利率下降 50 个基点股票市场不波动时， $P/EV = [1*EV * (1 + \text{利率下行 } 50\text{bps 对 } EV \text{ 静态冲击}) + X*NBV * (1 + \text{利率下行 } 50\text{bps 对 } NBV \text{ 静态冲击})] / EV$ ，需要指出的是此处的 EV 是静态水平。

<sup>1</sup> 根据公司 2022 年年报，2022 年纳入合并范围的主要结构化主体主要包括，国联安增裕一年定期开放纯债债券型发起式证券投资基金、国联安增富一年定期开放纯债债券型发起式证券投资基金、太平洋-山西焦煤债权投资计划、太保大健康产业私募基金（上海）合伙企业（有限合伙）和太平洋-河南交投沪陕高速债权投资计划

我们根据分部估值法，给予对应 2023 年目标市值为 3794.48 亿元，目标价为 39.44 元/股，对应当前仍有 37.9% 上行空间，考虑到当前公司估值极具吸引力，我们维持“买入”评级。

表7：中国太保分部估值法（单位：百万元人民币）

分部估值法	集团持股比例	估值方法	倍数	2023E	2024E	对应市值 2023
太平洋财险	98.5%	PB	1.00	52,843	55,771	52,050
太平洋人寿	98.3%	P/EV	0.85	427,880	459,380	356,785
长江养老	61.1%	PB	1.00	4,610	4,910	2,817
太平洋资产	99.7%	PB	1.00	4,588	4,888	4,574
太平洋健康	99.7%	PB	1.00	1,200	1,200	1,196
安信农险	51.3%	PB	1.00	1,917	2,001	983
国联安基金	50.8%	PB	1.00	828	919	421
其他及结构化主体	100.0%		1.00	89,816	99,959	89,816
集团折扣	25.4%					
<b>合计值</b>						<b>379,448</b>
<b>目标价（元/股）</b>						<b>39.44</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 7. 风险提示

公司长航行动转型持续低于预期。公司以核心人力为考核重心，芯版基本法实施显成效，但若出现存量队伍质态优化不及预期，新增优增队伍入口迟迟无法打开局面，预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加，进而使得寿险业务新单和价值增长持续性受阻，将拖累公司估值与业绩。

中国太保集团董事长孔庆伟和寿险公司董事长潘艳红均年近退休，虽然集团“五航”转型依托公司上下同心协力，但新一届领导班子调整是否对公司转型产生影响仍需时间的检验。

若宏观经济持续无法恢复至疫情前，甚至是放开前的平均水平，则对长端利率和权益市场产生较大压制，拖累寿险板块估值。

表8: 预测利润表与预测资产负债标 (人民币百万元)

预测利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	440,643	455,372	476,604	504,810	534,565
已赚保费	339,535	368,878	381,807	401,672	422,790
保险业务收入	366,782	398,818	417,812	438,970	462,900
其中: 分保费收入	3,398	4,491	0	0	0
减: 分出保费	-24,934	-25,084	-30,760	-32,769	-34,999
提取未到期责任准备金	-2,313	-4,856	-5,245	-4,529	-5,111
非保险业务净收入	4,488	5,360	-712	-847	-946
投资收益	96,620	81,134	95,509	103,985	112,720
二、营业支出	-409,849	-430,139	-440,786	-462,364	-486,931
退保金	-22,330	-21,434	-18,702	-20,593	-22,503
赔付支出	-134,789	-134,264	-159,083	-173,583	-184,870
提取保险责任准备金	-152,359	-172,883	-159,703	-158,374	-161,408
保单红利支出	-12,376	-12,121	-16,237	-17,677	-19,162
分保费用	-239	-304	-400	-400	-400
保险业务手续费及佣金支出	-30,304	-27,929	-43,754	-46,492	-49,527
营业税金及附加	-1,025	-1,121	-1,168	-1,227	-1,294
业务及管理费	-42,099	-45,589	-42,440	-43,862	-46,299
财务费用	-3,441	-3,322	-4,175	-4,366	-4,504
其他业务成本	-6,446	-5,532	-8,675	-8,940	-9,218
资产减值损失	-4,441	-5,640	-5,597	-6,085	-6,576
三、营业(亏损)/利润	30,794	25,233	35,819	42,446	47,634
加: 营业外收入	248	147	0	0	0
减: 营业外支出	-246	-204	0	0	0
四、(亏损)/利润总额	30,796	25,176	35,819	42,446	47,634
减: 所得税费用	-3,178	64	-6,134	-7,711	-8,918
五、净利润	27,618	25,240	29,685	34,735	38,716
归属于母公司股东的净利润	<b>26,834</b>	<b>24,609</b>	<b>29,060</b>	<b>34,032</b>	<b>37,953</b>
预测合并资产负债表					
人民币: 百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资产					
货币资金	32,545	33,134	30,936	34,600	38,720
交易性金融资产	12,353	26,560	23,068	25,038	27,076
定期存款	196,519	204,517	221,199	240,110	259,686
可供出售金融资产	645,381	715,085	810,047	879,249	950,885
持有至到期投资	396,428	514,250	483,266	524,582	567,350
长期股权投资	26,984	25,829	25,000	25,000	25,000
商誉	1,372	1,372	1,372	1,372	1,372
投资性房地产	7,514	11,202	10,000	11,000	11,000

固定资产	17,504	17,465	18,338	19,255	20,218
无形资产	5,509	6,666	6,666	6,666	6,666
递延所得税资产	1,998	8,903	8,903	8,903	8,903
独立账户资产	3,475	3,030	3,030	3,030	3,030
其他业务资产	598,582	608,286	754,865	828,814	906,038
资产总计	1,946,164	2,176,299	2,396,691	2,607,617	2,825,943
负债和股东权益					
卖出回购金融资产款	73,441	119,665	125,648	131,931	138,527
预收保费	25,154	22,520	25,069	26,338	27,774
应付保单红利	24,176	24,858	26,847	28,994	31,314
保户储金及投资款	102,843	120,029	126,030	132,332	138,949
保险合同准备金	1,385,333	1,557,918	1,721,046	1,884,719	2,052,240
应付债券	9,995	9,999	9,999	9,999	9,999
独立账户负债	3,105	2,718	2,718	2,718	2,718
负债合计	1,713,759	1,942,171	2,128,478	2,315,350	2,507,612
股本	9,620	9,620	9,620	9,620	9,620
资本公积	79,662	79,665	79,662	79,662	79,662
盈余公积	5,114	5,114	5,114	5,114	5,114
未分配利润	93,169	105,205	120,661	138,867	158,334
一般风险准备	19,521	22,474	26,266	30,467	35,341
归属于母公司股东权益合计	226,741	228,446	262,549	286,604	312,667
少数股东权益	5,664	5,682	5,664	5,664	5,664
股东权益合计	232,405	234,128	268,213	292,268	318,331
负债和股东权益总计	1,946,164	2,176,299	2,396,691	2,607,617	2,825,943

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>