

## 惟改革者进，惟创新者强 ——中国平安深度报告

601318 CH  
Ping An Insurance  
Rating: OUTPERFORM  
Target Price: Rmb63.78

Ting Sun  
ting.sun@htisec.com

Wangjie OU  
wj.ou@htisec.com

### 投资要点：

- **历经三十五年发展，中国平安成长为国内最大金融保险集团之一。**1) 中国平安于 1988 年创立于深圳蛇口，历经 35 年发展已成长为国内保险巨头，业务范围覆盖保险、银行、证券、科技等板块，近十年平均 ROE 高达 17.8%，盈利能力明显强于上市同业。2) **坐拥庞大客群基础，综合金融优势突出。**目前平安个人客户数近 2.29 亿人，每年新增客户约 3000 万，同时交叉渗透程度不断提升，有近 40% 的个人客户同时持有多家子公司合同，稳健增长的客户规模和客均合同数是公司业务持续增长的基础。
- **寿险：改革转型效果逐步显现，边际改善趋势明确。**1) **公司持续推动“4 渠道+3 产品”寿险改革战略，转型成效初现。**① 渠道方面，代理人队伍人均产能显著提升，2022 年人均 NBV 和人均收入分别同比+22.1%、+22.5%；银保渠道成为新单保费及 NBV 增长关键，2023Q1 银保 NBV 大幅增长。② 保险+服务方面，医疗健康服务获客、粘客效果明显；居家养老服务已覆盖 47 个城市，超 4 万人获得服务资格。2) **2023H1 公司个人业务新单保费同比+30%，Q2 单季同比增长 70%，**预计主要受益于① 银行理财等其他类别资产收益率下降，储蓄类保险产品相对吸引力提升；② 预定利率下调预期导致销售升温。3) **2023Q1 公司 NBV 增速转正，同口径下同比+21.1%，领先同业。**我们预计在 Q2 新单保费高增长背景下，NBV 增速或继续提升。4) 我们认为，近年来保险股估值走低，核心因素在于负债端持续承压，当前基本面改善趋势已较为明确，预计有望迎来估值修复。
- **产险：业务基础稳固，短期承压不改长期向好。**1) 平安产险市占率位列第二，仅次于人保财险，国内产险市场格局较为稳定，公司市场地位稳固。2) 近五年平安车险、非车险和意健险保费复合增速分别为 3.4%、13.4%和 29.3%，我们预计伴随新车产销情况回暖与新能源车渗透率提升，车险保费仍将保持稳定增长。3) **近十年平安产险大部分年份综合成本率优于同业，**2022 年短期承压主要受保证保险拖累，我们认为短期波动不会影响公司业务长期趋势，预计在 2023 年保证保险负面影响将逐步消化。
- **投资：地产风险基本出清，长期收益率具有优势。**1) **资产配置结构稳健，地产风险基本出清。**平安采取“哑铃型”配置结构，持续增配长久期、低风险债券，优化资产负债匹配。我们认为公司投资资产中地产风险已基本出清：① 地产行业政策环境趋于宽松，行业风险化解有助于推动公司资产端价值重估；② 华夏幸福相关资产减值计提比例已达 80%，预计较为充分；③ 2023Q1 末不动产资产占比降至 4.6%，且近 6 成为物权类资产，风险相对可控。2) **近十年公司平均总、净投资收益率均约为 5.3%，**满足公司 EV 基本假设，且处于上市险企中领先地位。
- **估值仍低，“优于大市”评级。**我们看好公司寿险改革成果逐步释放、队伍质态持续改善，预计伴随宏观经济好转，保险消费需求回暖亦将有利于带动公司业绩持续增长。截至 2023 年 7 月 27 日，公司股价对应 2023E PEV 0.59x。我们给予 0.75 倍 2023E PEV，目标价 63.78 元，“优于大市”评级。
- **风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。**

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1180444	1110568	1208825	1314746	1433494
(+/-)YoY(%)	-3.11%	-5.92%	8.85%	8.76%	9.03%
净利润 (百万元)	101618	83774	98608	126058	150349
(+/-)YoY(%)	-28.99%	-17.56%	17.71%	27.84%	19.27%
EPS (元)	5.58	4.60	5.41	6.92	8.26
BVPS (元)	44.61	47.15	49.91	54.73	60.44
EV (元)	76.63	78.18	85.04	92.74	100.93
1YrVNB (元)	2.08	1.58	1.91	2.18	2.54

资料来源: 公司年报 (2021-2022), HTI

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 中国平安：创新不辍、厚积薄发的内资保险巨头 .....	7
1.1 三十五年创新发展，铸就国内最大金融保险集团之一 .....	7
1.2 公司股权结构较为分散化、多元化，有利于企业市场化运营 .....	7
1.3 卓越的管理团队与完善的激励制度有助于提升管理效能 .....	9
1.4 战略变迁：十年一个台阶，2018 年起开启需求驱动新篇章 .....	10
1.5 以寿险业务为基本盘，历史 ROE 水平优于同业 .....	11
2. 寿险业务：改革转型成效渐显，重回正增长道路 .....	14
2.1 中国平安寿险改革已经进入第四年 .....	14
2.2 渠道改革：代理人队伍质态明显优化，多元化渠道贡献提升 .....	15
2.2.1 代理人渠道持续推进“三高队伍”建设，人均产能显著提高 .....	15
2.2.2 持续推进新银保建设，新单保费与 NBV 贡献提升 .....	18
2.2.3 社区网格化与下沉渠道或成为未来业务发展的重要助力 .....	20
2.3 产品改革：聚焦医疗与养老服务，依托“产品+服务”提升竞争力 .....	21
2.3.1 发力储蓄类产品市场，满足客户多元化需求 .....	21
2.3.2 依托“产品+服务”提升综合竞争力 .....	22
2.3.3 参与方正集团重整，进一步增厚医疗健康领域资源实力 .....	26
2.4 新单增速显著改善，NBV 重回正增长道路 .....	28
2.4.1 新单保费增速改善，保单质量有所提升 .....	28
2.4.2 NBV 重回正增长道路，价值率水平依然高于同业 .....	29
2.4.3 新业务复苏+继续率改善有望推动剩余边际恢复增长 .....	31
3. 产险业务：保费增长依然稳健，仍看好长期盈利能力 .....	32
3.1 市场份额较为稳固，业务结构趋于均衡 .....	32
3.2 历史盈利水平优于同业，赔付率方面优势明显 .....	34
4. 投资业务：地产风险基本出清，长期收益率具有优势 .....	36
4.1 资产配置结构整体稳定，不动产投资风险可控 .....	36
4.2 历史投资收益率水平高于同业 .....	38
5. 投资建议：维持“优于大市”评级 .....	39
5.1 内外因素共振，中国平安投资价值凸显 .....	39
5.2 盈利预测：预计 23/24/25 年 EV 分别同比+8.8%/9.1%/8.8% .....	41

## 图目录

图 1	中国平安成立三十五年来发展历程.....	7
图 2	中国平安股权结构图 (截止 2023 年 3 月末) .....	8
图 3	中国平安业态分布图 .....	9
图 4	中国平安“四个十年”历史发展阶段 .....	11
图 5	2023 年一季度中国平安归母净利润同比+49%.....	12
图 6	2016 年以来中国平安营运利润情况.....	12
图 7	2023 年以来中国平安总资产规模及增速.....	13
图 8	2013 年以来中国平安归母净资产规模及增速.....	13
图 9	中国平安历史 ROE 水平整体高于同业公司 .....	13
图 10	2016 年以来中国平安归母净利润分部结构.....	13
图 11	2016 年以来中国平安归母营运利润分部结构.....	13
图 12	中国平安寿险改革发展历程.....	14
图 13	中国平安持续推动“4 渠道+3 产品”寿险改革战略 .....	15
图 14	2022 年平安代理人人均 NBV 同比增长 22.1%.....	16
图 15	2022 年平安代理人人均收入同比增长 22.5%.....	16
图 16	2022 年平安代理人活动率同比提升 3.8pct.....	17
图 17	2022 年中国平安代理人队伍结构明显优化.....	17
图 18	2023 年一季度末中国平安代理人规模较年初下滑 9%.....	18
图 19	中国平安“银保优才”队伍规模持续扩大 (人) .....	18
图 20	2017-2022 年中国平安寿险新单保费分渠道增速.....	19
图 21	2016-2022 年中国平安寿险新单保费渠道结构 .....	19
图 22	2022 年中国平安银保渠道 NBV 贡献占比已提升至 7.1%.....	19
图 23	2022 年平安银保新单保费中期缴业务占比超过 80%.....	20
图 24	近年来平安银保渠道 NBV margin 较为稳定.....	20
图 25	2020 年以来中国平安多渠道 NBV 贡献占比持续提升 .....	20
图 26	2022 年中国平安传统寿险保费占比明显提高.....	21
图 27	中国平安个险渠道用于计算新业务价值的首年保费结构.....	22
图 28	中国平安依托“平安健康”平台打造“管理式医疗”健康生态 .....	22
图 29	中国平安臻享 RUN 服务体系 .....	23
图 30	平安高端养老服务发展进程.....	24

图 31	中国平安居家养老服务体系.....	25
图 32	2022 年享有服务权益的客户贡献 NBV 占比提升至 55%.....	26
图 33	2022 年享有服务权益的客户覆盖率达到 70%.....	26
图 34	中国平安参与方正集团重整进度.....	26
图 35	方正集团主要业务及旗下主要产业.....	27
图 36	北大国际全科医生服务内容.....	28
图 37	2016 年以来中国平安个人业务新单保费及增速.....	29
图 38	2016 年以来中国平安个人新单期交保费及增速.....	29
图 39	2022 年中国平安继续率水平明显改善.....	29
图 40	2023 年一季度中国平安新业务价值同比增长 8.8%.....	30
图 41	2023 年一季度上市险企普遍实现单季 NBV 正增长.....	30
图 42	2021 年以来中国平安单季 NBV 增速.....	30
图 43	中国平安 NBV margin 水平整体上高于同业公司.....	30
图 44	2013 年以来中国平安剩余边际余额及增速.....	31
图 45	2013 年以来中国平安剩余边际摊销情况.....	31
图 46	新会计准则下保险合同负债的构成.....	32
图 47	2013 年以来平安产险保费收入及增速情况.....	33
图 48	2013 年以来平安产险市场份额基本稳定.....	33
图 49	2014 年以来平安产险各险种保费收入增速情况.....	33
图 50	非车险与意健险在平安产险保费中占比逐步提升.....	33
图 51	平安产险的综合成本率在大部分年份优于同业.....	34
图 52	平安产险的综合赔付率整体低于同业.....	35
图 53	平安产险的综合费用率整体高于同业.....	35
图 54	2020 年以来平安产险承保利润有所波动.....	35
图 55	2019 年以来平安产险各险种承保利润情况 (亿元).....	35
图 56	2013 年以来中国平安投资资产规模稳健增长.....	36
图 57	2021-2022 年上市险企投资资产配置结构.....	36
图 58	2018 年以来中国平安投资资产中非标债权占比整体下降.....	37
图 59	2023 年 Q1 末中国平安不动产投资占比继续下降.....	38
图 60	2023 年 Q1 末中国平安不动产投资中物权占比超过 58%.....	38
图 61	2022 年中国平安新增客户数达 2970 万人.....	40
图 62	2016 年以来中国平安交叉销售效果明显.....	40
图 63	中国平安各层级客户及对应产品服务情况.....	40

图 64	2018-2022 年上市险企分红率水平 (%) .....	41
图 65	2018-2022 年上市险企股息率水平 (%) .....	41
图 66	2012 年以来中国平安内含价值及增速 .....	41
图 67	2008 年以来上市险企内含价值增速情况 .....	41

## 表目录

表 1	中国平安核心管理层兼具专业化、背景多元、具有国际视野三大特点 .....	10
表 2	中国平安集团历年营运利润拆解 .....	12
表 3	平安臻颐年五大产品亮点 .....	24
表 4	平安臻颐年各期保费门槛 .....	25
表 5	主要险企养老社区最低保费门槛比较 .....	25
表 6	2022 年中国平安各类业务 NBV 与 NBV margin 情况 .....	31
表 7	新业务贡献减弱和脱退差异是近两年中国平安剩余边际下滑的原因 (百万元)	31
表 8	新会计准则下合同服务边际变动表 .....	32
表 9	2017-2022 年平安产险主要险种综合成本率情况 .....	34
表 10	2022 年中国平安债权计划及债权型理财产品结构和收益率分布 .....	37
表 11	上市险企近十年投资收益率表现 .....	38
表 12	近十年上市险企 EV 变动分析 .....	42
表 13	中国平安内含价值测算 (百万元) .....	43
表 14	上市保险公司估值及盈利预测 .....	44

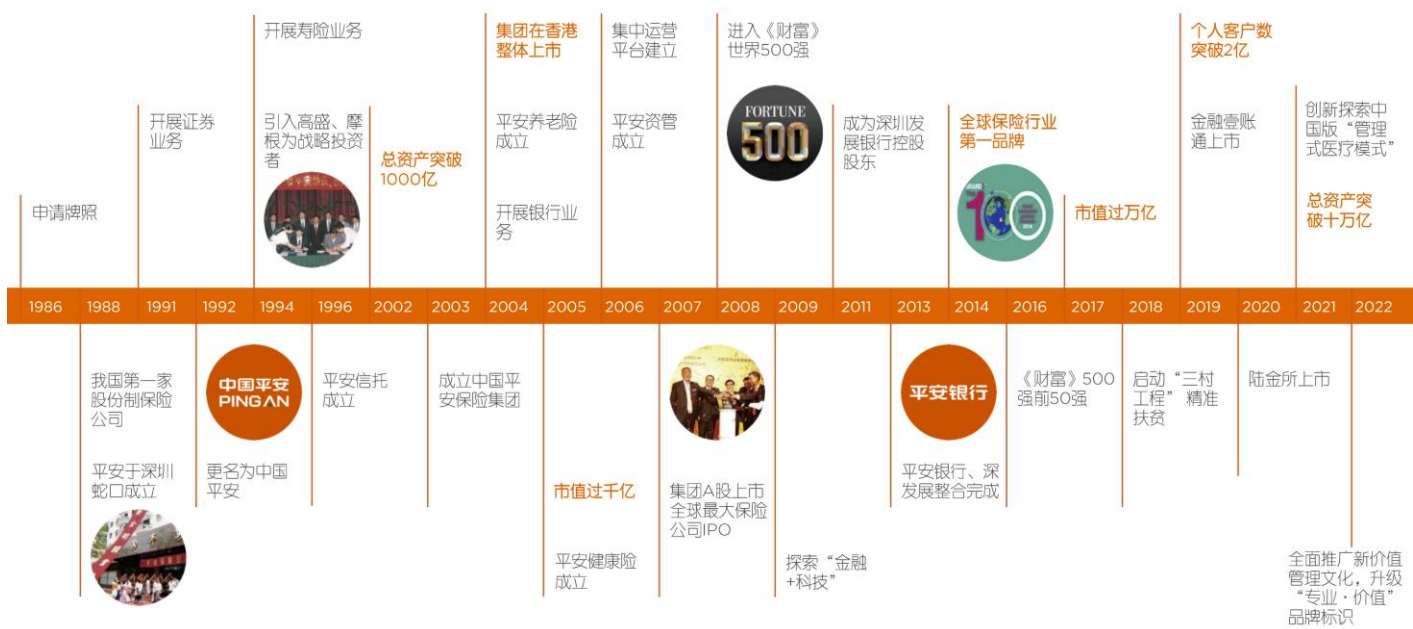


## 1. 中国平安：创新不辍、厚积薄发的内资保险巨头

### 1.1 三十五年创新发展，铸就国内最大金融保险集团之一

历经 35 年发展，中国平安已成为国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛、控股关系最紧密的综合金融集团之一。1988 年平安于深圳蛇口成立，成为我国第一家股份制保险公司。1994 年公司引进摩根斯坦利和高盛两家外资股东，成为国内首家引进外资的金融机构。同年，公司启动寿险业务，在中国内地首开个人寿险营销模式。1995 年和 1996 年，平安先后涉足证券及信托业务。2003 年中国平安保险集团正式成立，成为中国金融业综合化经营的试点企业，并且于 2004 年、2007 年成功在 H 股和 A 股完成 IPO。2011 年平安控股深圳发展银行，合并原平安银行，建立起全国性银行业务布局。2012 年陆金所成立，平安开始布局科技业务。2017 年公司市值突破万亿人民币，位居全球保险集团第一。截至 2022 年末，中国平安总资产超过 11 万亿元，业务范围包括保险、银行、信托、证券、资产管理及融资租赁等，为近 2.27 亿个人客户和超 6.93 亿互联网用户提供多样化的产品及便捷的服务，致力于成为国际领先的综合金融、医疗健康服务提供商。

图1 中国平安成立三十五年来发展历程

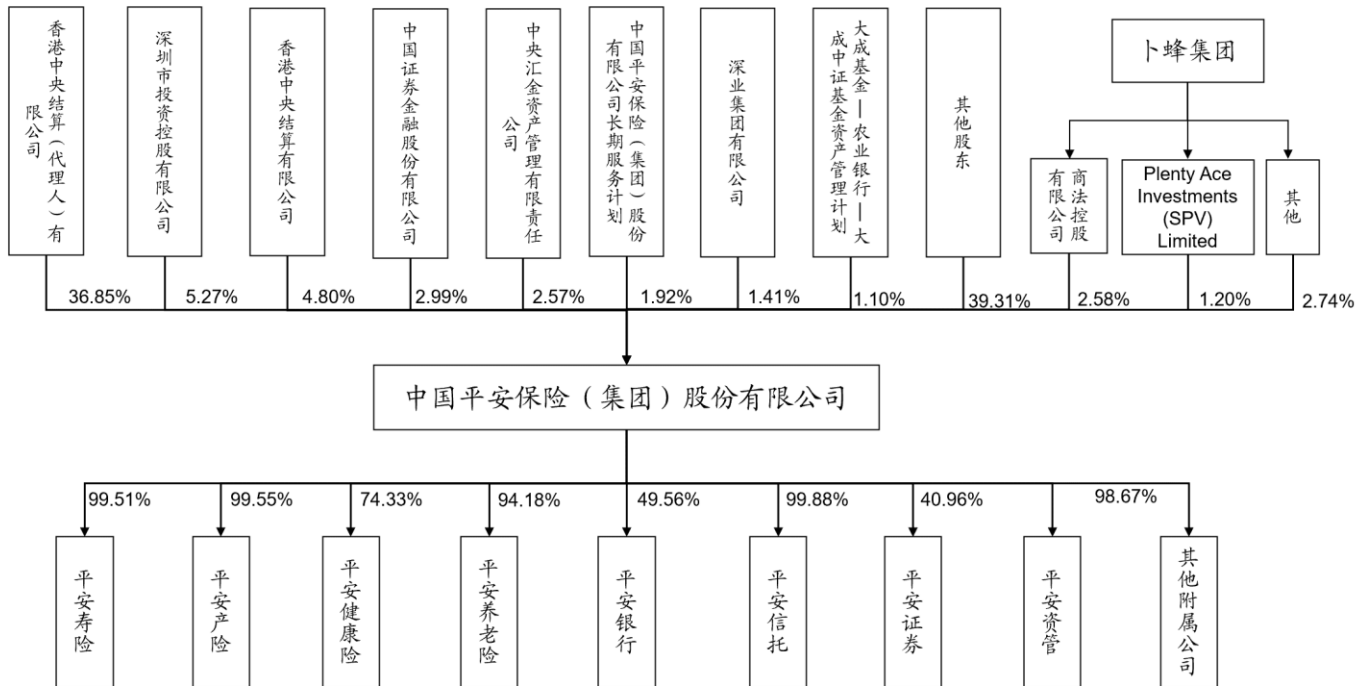


资料来源：中国平安公司简介材料（2023 年版），中国平安微信公众号，HTI

### 1.2 公司股权结构较为分散化、多元化，有利于企业市场化运营

公司股权结构分散，无控股股东或实际控制人。截止 2023 年一季度末，公司总股本 182.8 亿股，其中 A 股为 108.3 亿股，H 股为 74.5 亿股。公司第一大股东为卜蜂集团有限公司，通过商发控股有限公司、Plenty Ace Investments (SPV) Limited 及其他下属子公司合计间接持有公司 H 股 11.9 亿股，持股比例 6.52%。深圳市投资控股有限公司是深圳市国资委下属的国有资本投资公司，持股比例 5.27%。公司前十大股东中剔除香港中央结算（代理人）有限公司和香港中央结算有限公司，合计持股比例 19.04%。我们认为，公司形成了国有资本、境外资本等混合所有、多元稳定的股权结构，分散化的股权结构有利于激发企业市场化运营活力。

图2 中国平安股权结构图 (截止 2023 年 3 月末)



资料来源：中国平安 2022 年年报、2023 年一季报，HTI

平安集团旗下专业公司包括以保险、银行、资管为代表的综合金融业务和以平安健康、北大国际医院为代表的医疗健康业务，涵盖金融、医疗的各个领域，已发展成为中国少数能为客户同时提供全方位金融和医疗健康产品和服务的企业之一。1) 子公司平安寿险、平安养老险和平安健康险，是公司寿险及健康险业务板块的主要经营主体。平安自 1994 年启动寿险业务，目前平安寿险是中国第二大寿险公司。平安养老险和平安健康险分别成立于 2004 年和 2005 年，是国内首家专业养老险公司、国内首批设立的专业健康保险公司。2) 平安产险于 1988 年成立于深圳蛇口，在全国共设有 40 家二级机构、1800 多个网点，是中国第二大财产险公司。3) 平安银行是总部设在深圳的全全国性股份制商业银行，是平安集团银行业务的核心主体，着力打造“数字银行、生态银行、平台银行”三张名片，在全国拥有 109 家分行、1191 家营业机构。4) 平安资管和平安证券是集团资产管理业务的主要子公司。平安资管位列全球资产管理公司前 50 强，受托资产管理规模达人民币 4.37 万亿元，主要受托管理平安集团保险资金，并为境内外第三方客户提供资产管理服务。平安证券聚焦“综合金融、专业品质、科技赋能”战略，打造平安综合金融服务战略下智能化证券服务平台，2022 年末个人客户数突破 2200 万蝉联行业第一。5) 其他附属公司还包括：平安信托、平安基金、平安健康等。



图3 中国平安业态分布图



资料来源：中国平安公司简介材料（2023年版），中国平安微信公众号，HTI

### 1.3 卓越的管理团队与完善的激励制度有助于提升管理效能

**创始人马明哲先生是中国平安灵魂人物。**马明哲先生现年 67 岁，管理经验丰富，自公司成立以来主持全面经营管理工作，2020 年 6 月不再担任首席执行官，现主要负责公司战略、人才、文化及重大事项决策，仍发挥核心领导作用。

**国际化、专业化、多元化的管理团队，为平安集团持续、健康发展“保驾护航”。**目前平安集团管理层的专业背景涵盖保险、精算、科技、银行、投资、法律、管理、工学等多个领域，既有具备多年海外从业经验的海归博士，也有在平安深耕多年的内部培养人才，年龄集中在 50 岁左右。我们认为，公司管理团队呈现出背景多元，专业强、国际化三大特点。

表 1 中国平安核心管理层兼具专业化、背景多元、具有国际视野三大特点

姓名	年龄	职位	入司时间	学历	履历
马明哲	67	董事长	1988 年	中南财经政法大学货币银行学博士	历任公司总经理、董事、董事长兼首席执行官，现主要负责公司战略、人才、文化及重大事项决策
谢永林	54	执行董事、集团总经理、联席首席执行官	1994 年	南京大学管理学博士及理学硕士	曾任平安银行运营总监、人力资源总监、副行长，平安证券总经理兼首席执行官、董事长等职务
陈心颖	45	执行董事、联席首席执行官、常务副总经理	2013 年	美国麻省理工学院电气工程及计算机科学硕士	原麦肯锡全球董事（合伙人），曾任公司首席信息执行官、首席运营官、副总经理、副首席执行官
蔡方方	49	执行董事、集团副总经理、首席人力资源执行官	2007 年	澳大利亚新南威尔士大学会计专业硕士学位	原英国标准管理认证体系公司金融业审核总监，曾先后任公司副首席财务官兼企划部总经理、副首席人力资源执行官等职务
冀光恒	54	集团副总经理、上海管理总部总经理	2020 年	北京大学区域经济学博士学位	曾任宝能集团副董事长、联席总裁，上海农商银行党委书记、董事长等职务
黄宝新	58	集团副总经理、集团北京管理总部总经理	2015 年	中国财政科学研究院财政学博士	曾任中国国务院办公厅监察局副局长、局长和中纪委驻中宣部纪检组副组长等职位
付欣	43	集团首席运营官、集团战略中心主任	2017 年	上海交通大学工商管理硕士学位	原罗兰贝格管理咨询金融行业合伙人、普华永道执行总监，曾任公司企划部总经理、副首席财务执行官等职务
张小璐	55	集团合规负责人、首席风险官	2019 年	新西兰西梅大学工商管理硕士	原安永大中华区咨询服务主管合伙人（咨询 CEO）、IBM 保险行业咨询服务总经理，曾任公司首席运营官、平安银行行长特别助理职务
张智淳	47	集团首席财务官	1998 年	上海财经大学保险精算学士学位，并拥有中国精算师资格	曾先后出任平安产险总经理助理、首席投资官、财务负责人、董事会秘书等职务
邓斌	53	集团总经理助理、首席投资官	2021 年	美国纽约城市大学巴鲁克学院工商管理硕士及量化模型分析硕士，并拥有特许金融分析师、风险管理师资格	曾任中国太平洋（集团）股份有限公司首席投资官、友邦保险集团投资方案暨衍生品总监、美国国际集团 AIG 亚太区（除日韩）市场风险管理主管等职务
盛瑞生	54	集团董事会秘书、公司秘书、集团品牌总监、公司新闻发言人	1997 年	香港中文大学工商管理硕士学位	曾先后任公司品牌宣传部总经理助理、副总经理、总经理等职务
胡剑锋	46	审计责任人	2000 年	复旦大学国际金融学学士学位	曾任公司稽核监察部副总经理、总经理等职务

资料来源：中国平安官网，HTI

公司建立了相对完善的长期激励约束机制，包括核心人员持股计划和长期服务计划。我们认为，这有助于实现股东、公司和员工利益共享、风险共担，为促进公司长期、持续、健康发展提供有力保障。1) 核心人员持股计划参与对象为包括公司董事、职工代表监事和高级管理人员在内的平安集团及其附属子公司的核心关键人员，2022 年共 1703 人参与，截至 2022 年末核心人员持股计划共持有公司 A 股股份 1961 万股，占公司总股本的 0.107%。2) 长期服务计划参与对象为包括公司董事、职工代表监事和高级管理人员在内的平安集团及其附属子公司的员工，2022 年共 90960 人参与，截至 2022 年末长期服务计划共持有公司 A 股股份 2.54 亿股，占公司总股本的 1.392%。3) 公司核心人员通过上述计划持有的股票总数累计不超过公司总股本的 10%，单个员工通过上述计划持有的股票总数累计不超过 1%。

#### 1.4 战略变迁：十年一个台阶，2018 年起开启需求驱动新篇章

回顾平安三十五年发展之路，每十年上一个台阶，先后经历了销售驱动、服务驱动和科技驱动三个阶段。第四个十年，平安立足于各子公司金融业务，坚持以客户需求为驱动，深化“金融+科技”、推动“金融+生态”。

##### 1) 1988-1998（销售驱动）：搭建体制机制，探索现代保险

1988 年平安从深圳起步，以产险业务为主导。1994 年 5 月，国内第一套寿险营销方案在平安人寿诞生。随后，中国大陆第一批寿险营业部经理、第一批个人寿险业务员、第一批营销督导陆续产生。同年 7 月，平安在全国率先推行个人寿险营销业务，个人寿险的第一个产品——“平安长寿”正式出台。1996 年中国平安保费收入首次突破百亿元大关，成为中国第二大保险公司。

## 2) 1998-2008 (服务驱动): 专注保险经营, 探索综合金融

1998年, 中国平安对旗下产、寿、证、投四大专业公司组织架构进行改革。2003年, 中国平安正式完成分业重组, 形成了以保险为主, 融证券、信托、投资和海外业务为一体的金融保险集团架构。同年, 平安收购福建亚洲银行, 更名为平安银行, 开始了银行业务的布局。2004年成立养老险、健康险公司; 2005年, 资产管理公司正式营业。随着各专业保险公司的相继开业, 中国平安的综合金融服务架构渐趋完善。

## 3) 2008-2018 (科技驱动): 强化综合金融, 探索金融+科技

2008年公司上线“一账通”项目, 实现集团一个客户、一个账户、多个产品、一站式服务的战略。2012年中国平安将“科技创新”作为未来重要的发展动力之一, 积极探索多项基于新科技平台的创新金融业务, 并于2013年正式提出以科技引领综合金融为战略。2014年公司升级“平安战车”战略管控模式, 围绕“医、食、住、行、玩”等需求, 初步形成了“一扇门、两个聚焦、四个市场”的互联网金融战略体系。2015年集团再次拓展业务范围, 提出聚焦“大金融资产”和“大医疗健康”两大产业, 并重“综合金融+互联网”和“互联网+综合金融”两大模式。

## 4) 2018年至今 (需求驱动): 深化金融+科技, 推进金融+医疗

2018年中国平安确立了未来十年深化“金融+科技”、探索“金融+生态”的战略规划, 以“国际领先的科技型个人金融生活服务集团”为目标, 将创新科技聚焦于大金融资产、大医疗健康两大产业, 打造发展新引擎。2021年数字化赋能“综合金融+医疗健康”战略升级, 积极布局“金融+养老”、“金融+健康”等产业生态, 开启增长新路径。2022年公司正式焕新、升级公司品牌标识, 回归“专业·价值”, 旨在回归公司企业文化的本源, 传承并发扬“专业创造价值”的核心文化理念。再一次强调“综合金融+医疗健康”双轮并行、科技驱动的战略愿景, “科技赋能金融、生态赋能金融、科技促进发展”的战略体系。

图4 中国平安“四个十年”历史发展阶段

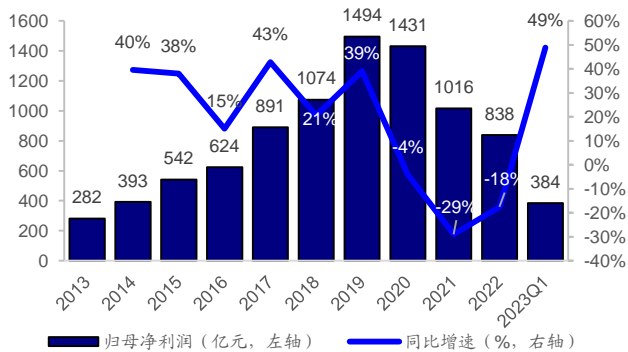


资料来源: 中国平安公司简介材料 (2023年版), 中国平安微信公众号, HTI

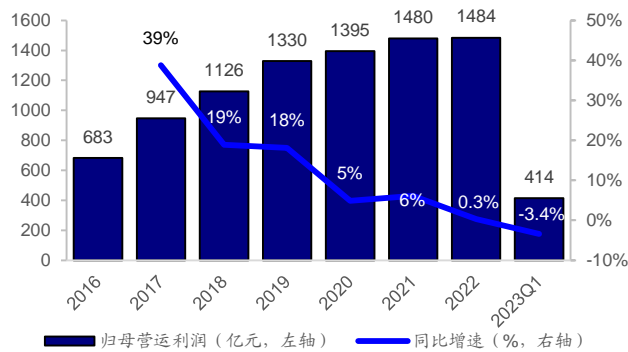
## 1.5 以寿险业务为基本盘, 历史 ROE 水平优于同业

2023年一季度公司归母净利润同比大幅增长。2020年以来, 受行业负债端环境持续承压、资本市场短期波动等因素影响, 中国平安归母净利润呈现下滑趋势, 但是2022年降幅已经明显收窄。2023年一季度, 在投资收益明显提升带动下, 公司归母净利润达384亿元, 同比大增49%。

**2016-2022 年公司归母营运利润 CAGR 约 14%。**营运利润是以净利润为为基础，剔除短期波动性较大的损益表项目和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目及其他项目所得到的，更适宜评估具有长期性特点的寿险业务。中国平安归母营运利润由 2016 年的 683 亿元增长至 2022 年的 1484 亿元，年均复合增速达 13.8%。我们认为，从公司营运利润结构来看，近年来公司个人客户数与客均合同数持续增长，为营运利润长期稳健增长奠定了良好基础。

**图5 2023 年一季度中国平安归母净利润同比+49%**


资料来源：中国平安历年年报、2023 年一季报，HTI  
注：2023 年一季度数据为新会计准则口径

**图6 2016 年以来中国平安营运利润情况**


资料来源：中国平安历年年报、2023 年一季报，HTI  
注：2023 年一季度数据为新会计准则口径

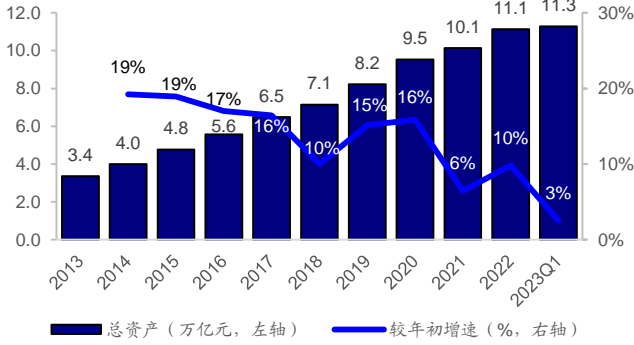
**表 2 中国平安集团历年营运利润拆解**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
集团营运利润 (亿元)	947	1126	1330	1395	1480	1484
yoy	38.8%	18.9%	18.1%	4.9%	6.1%	0.3%
个人业务 (亿元)	745	977	1228	1230	1300	1326
yoy		31.1%	25.7%	0.1%	5.7%	2.0%
个人客户数 (亿人)	1.66	1.80	2.00	2.13	2.22	2.27
yoy	26.4%	8.7%	11.2%	6.5%	4.0%	2.1%
客均营运利润 (元/人)	450	542	613	576	586	585
yoy		20.6%	13.0%	-5.9%	1.7%	-0.1%
客均合同数 (个/人)	2.32	2.54	2.64	2.81	2.91	2.97
yoy		9.5%	3.9%	6.4%	3.6%	2.1%
产品盈利能力 (元/个)	194	213	232	205	201	197
yoy		10.1%	8.7%	-11.6%	-1.8%	-2.1%
机构业务 (亿元)	202	148	102	165	180	157
yoy		-26.4%	-31.6%	62.4%	8.9%	-12.4%

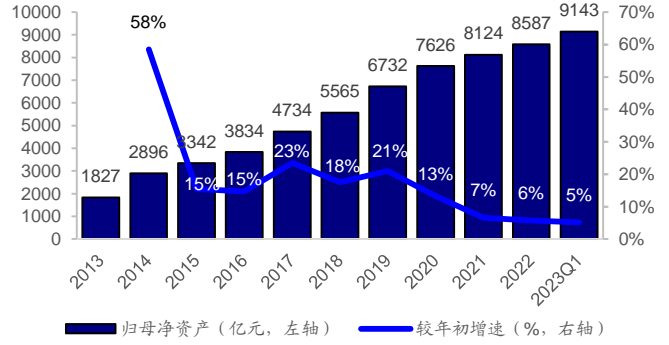
资料来源：中国平安历年年报，HTI

注：①集团营运利润=个人业务+机构业务；②个人业务营运利润=个人客户数\*客均营运利润；③产品盈利能力=客均营运利润/客均合同数；④根据 2022 年口径调整 2020-2021 年数据

**平安总资产与净资产规模稳健增长。**1) 2022 年末中国平安总资产规模突破 11 万亿元，2013-2022 年年复合增速达 14.2%，2023 年一季度末，公司总资产达 11.3 万亿元，较年初增长 2.5%。2) 2013-2022 年中国平安归母净资产规模稳健增长，年均复合增速高达 18.8%。截至 2023 年一季度末，公司归母净资产达 9143 亿元，较年初增长 5.2%。

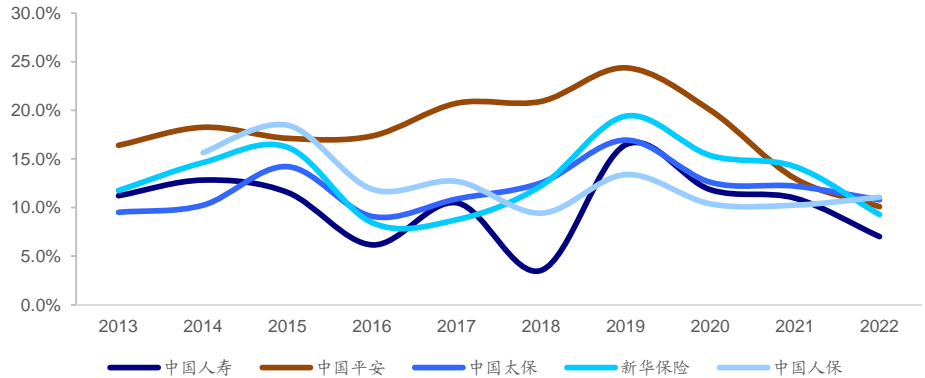
**图7 2023 年以来中国平安总资产规模及增速**


资料来源：中国平安历年年报、2023 年一季报，HTI  
注：2023 年一季度数据为新会计准则口径

**图8 2013 年以来中国平安归母净资产规模及增速**


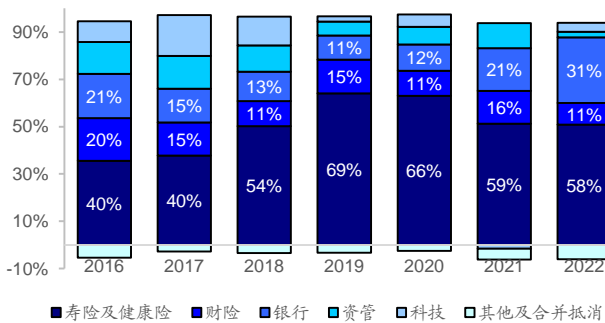
资料来源：中国平安历年年报、2023 年一季报，HTI  
注：2023 年一季度数据为新会计准则口径

**历史 ROE 水平高于同业，盈利能力更强。**2013-2022 年中国平安平均 ROE 为 17.8%，显著高于新华保险 (13.0%)、中国人保<sup>1</sup> (12.6%)、中国太保 (11.9%) 和中国人寿 (10.2%)。2017-2020 年公司 ROE 水平超过 20%，盈利能力表现亮眼。2021-2022 年虽然分别受华夏幸福相关资产减值计提、投资环境及产险业务承压等因素影响，公司 ROE 水平有所下降，但仍处于上市同业公司中上游。

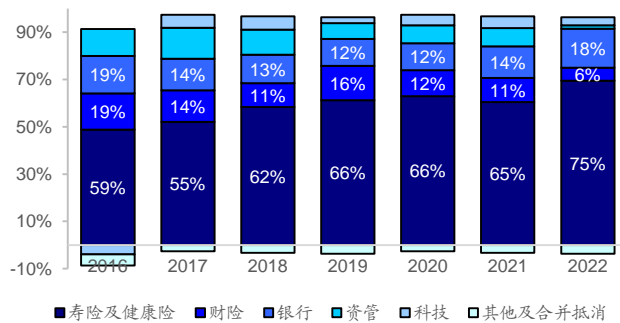
**图9 中国平安历史 ROE 水平整体高于同业公司**


资料来源：wind, HTI

**寿险业务是集团业务基本盘，净利润贡献近六成。**中国平安业态布局广泛，按照其年报分部划分可以分为寿险、财险、银行、资管、科技和其他业务，其中寿险、财险和银行业务是公司核心业务群，寿险业务是公司基本盘，2022 年归母净利润和归母营运利润贡献分别占比 58% 和 75%。

**图10 2016 年以来中国平安归母净利润分部结构**


资料来源：中国平安历年年报，HTI

**图11 2016 年以来中国平安归母营运利润分部结构**


资料来源：中国平安历年年报，HTI

<sup>1</sup> 中国人保 ROE 采用 2014-2022 年数据计算

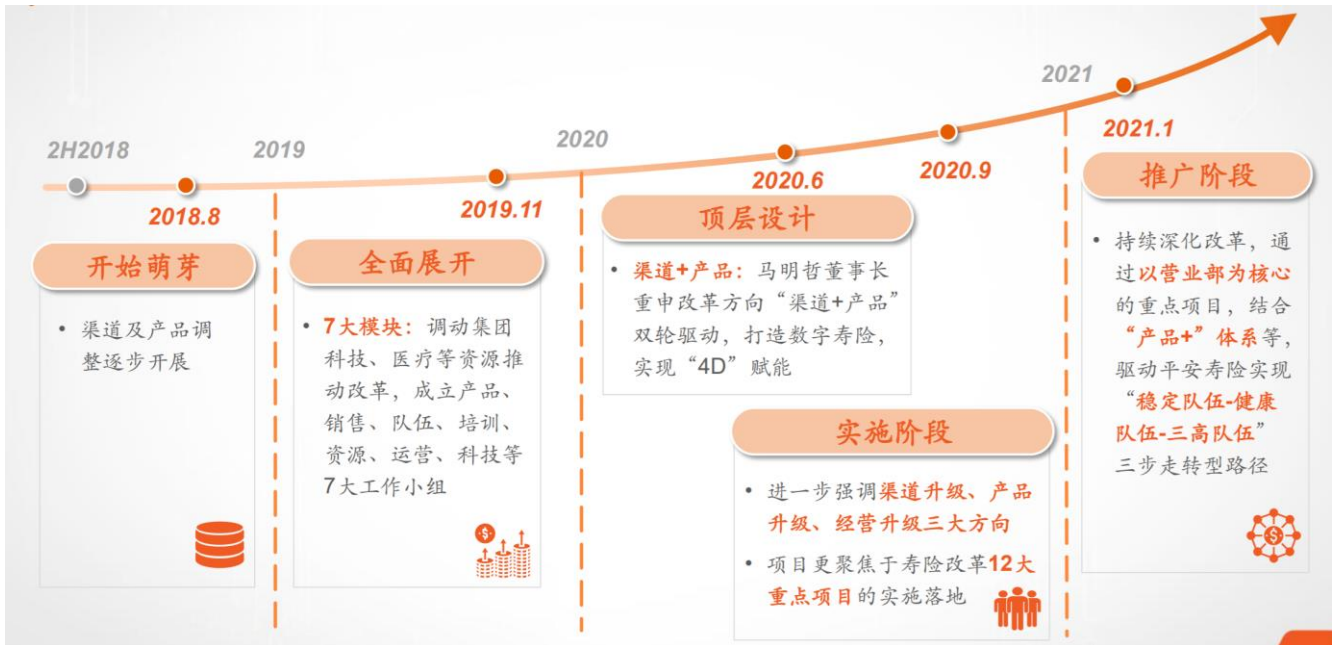


## 2. 寿险业务：改革转型成效渐显，重回正增长道路

### 2.1 中国平安寿险改革已经进入第四年

中国平安寿险改革转型于 2019 年底正式开展，目前已走过三个完整年度。平安寿险改革自 2018 年 8 月逐步萌芽，自 2019 年 11 月全面展开了寿险改革工程，调动集团科技、医疗等资源推动改革，成立产品、销售、队伍、培训、资源、运营、科技等 7 大工作小组。2020 年，公司董事长马明哲重申改革方向为“渠道+产品”双轮驱动，进一步强调渠道升级、产品升级、经营升级三大方向。2021 年 1 月起，公司寿险改革开始进入推广阶段，通过以营业部为核心的重点项目，结合“产品+”体系等，驱动平安寿险实现“稳定队伍-健康队伍-三高队伍”三步走转型路径。2022 年 11 月，代理人渠道数字化经营已完成全国推广，覆盖所有营业部。

图12 中国平安寿险改革发展历程

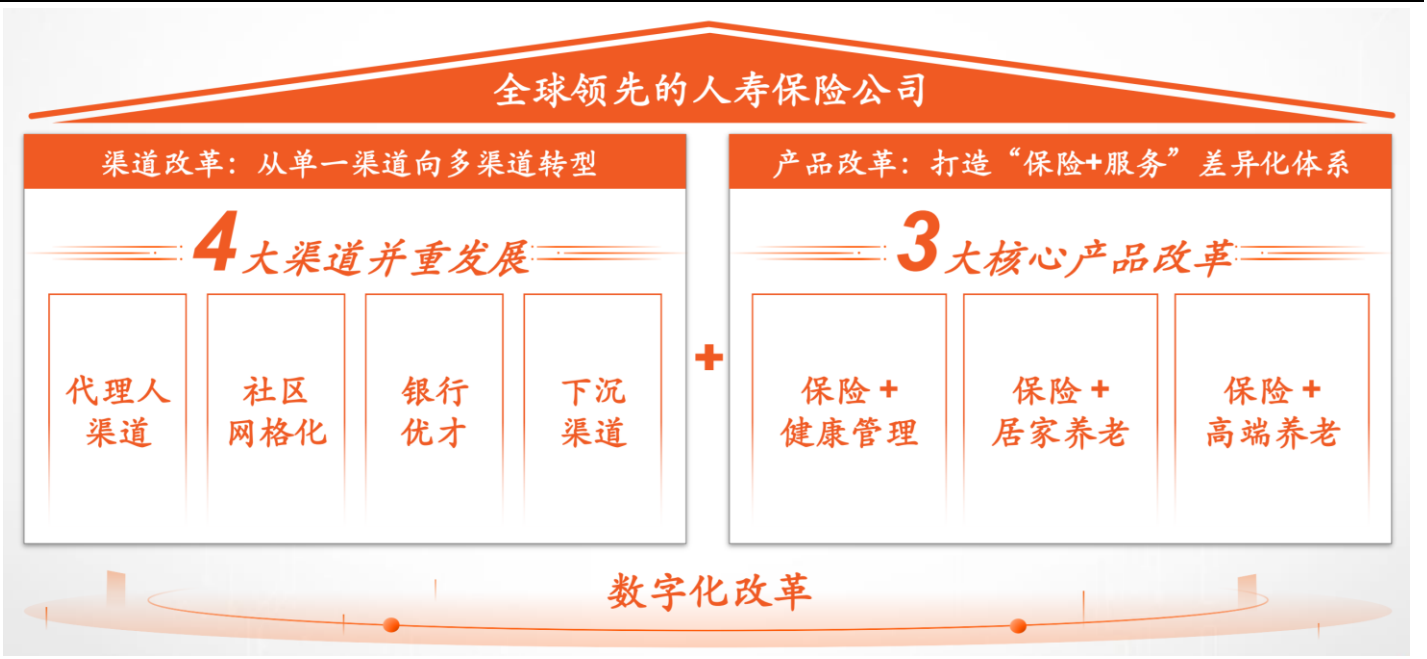


资料来源：公司官网，HTI

寿险改革以“4 渠道+3 产品”战略为核心。“4 渠道+3 产品”战略主要包含两大内涵：1) 渠道改革层面，从单一渠道向多渠道转型。一方面稳定代理人渠道基本盘，推动代理人队伍转型升级，另一方面发掘银行优才、社区网格化等新渠道，推动多渠道并重发展。2) 产品改革层面，打造“保险+服务”差异化体系。平安寿险依托集团医疗健康生态圈，为保险客户提供有温度的服务，通过服务带动寿险客户数增长、提升寿险客户黏性。我们认为，目前改革效果已经逐步显现，伴随外部市场环境转暖，公司有望实现长期、稳定的业绩增长。



图13 中国平安持续推动“4 渠道+3 产品”寿险改革战略



资料来源：公司官网，HTI

## 2.2 渠道改革：代理人队伍质态明显优化，多元化渠道贡献提升

### 2.2.1 代理人渠道持续推进“三高队伍”建设，人均产能显著提高

#### 1、改革措施：聚焦代理人队伍分层经营，推动“三高”队伍转型

在代理人渠道方面，中国平安聚焦于队伍分层经营，推动“三高”队伍转型。从队伍结构上，将从“金字塔”到“纺锤型”转变，针对钻石队伍、潜力队伍和新人队伍精细化经营，推动高质量转型。

#### ① 制度转型：落地新基本法，重新厘定机构与人力的管理与激励机制。

2020年8月，平安人寿上线新“基本法”，对代理人佣金及管理利益进行重新分配。根据慧保天下微信公众号，平安人寿的具体做法主要包括三大项：对机构重新分类、对外勤代理人分层、加大长期投入。1) 机构分类上，以城市为单位，将机构分成改革产能型、平衡型、人力型三类，产能型聚焦产能提升，平衡型兼顾人力规模与产能，人力型则注重有质量的增员，实现差异化管理。2) 外勤代理人分层上，根据不同的代理人给予不同的政策，对新人增加津贴投入，对绩优增加激励，希望以优增优。3) 长期投入方面，覆盖新人、绩优和主管三类人群，将部分长期指标的权重加大，更看重长期经营。

#### ② 新人队伍：通过优才增员升级，持续提质扩量

2022年7月平安人寿推出“优+人才招聘计划”，通过更具竞争力的津贴支持、专属的创新培养模式和宽广的生涯发展通道，推动专业化、职业化的销售人才或引领行业未来发展的保险团队管理者的育成。

1) 收入方面，“优+计划”为新人提供专属补贴支持：最长18个月的训练津贴，最高可达每月6万元；在新人入司的12个月内还提供护航津贴，保障代理人转行收入，部分城市达到优秀标准就可以获取每月2万元；针对高绩效的顶尖新人，符合条件的，一次性奖励20万元。

2) 在培训方面, 优+专属培养体系会覆盖新人培育期、发展期、晋升期的全流程。依托学习平台知鸟 APP, 平安人寿为代理人提供 300 多万门课程, 并上线 AskBob 机器人, 7\*24 小时答疑解惑, 支持代理人碎片化学习、即时提升。

3) 在平台方面, 平安人寿则依据个人意愿及特质提供两条职涯发展路线。其中, 个人销售路线聚焦个人成长, 团队管理路线则提供晋升发展平台。优+计划还全新增设了最高 160 万元的晋升发展奖, 鼓励新人快速、健康晋升。

### ③ 钻石队伍: 保障核心队伍稳定, 促进队伍产能再提升

对于钻石队伍, 公司着力保障绩优队伍稳定, 支持发展优秀部课支撑扩量, 通过深化高客及专属产品支持, 提升钻石队伍产能。2023 年 6 月, 中国平安发布“MVP”品牌, 意为“最具价值保险代理人”。根据平安人寿官方微信公众号, 平安 MVP 是具备“三心”精神, 传递平安“三专”价值, 为客户提供“三省”体验的王牌代理人。即秉持爱与奉献的“初心”, 具备细节与毅力的“用心”, 抱有持续奋斗的“恒心”; 以客户需求为中心, 成为平安集团“最专业的金融顾问、最专业的家庭医生、最专业的养老管家”的价值传递者, 让客户“省时”、“省心”、“省钱”。而在业绩方面, 业绩门槛至少要达到 MDRT 水平。在高标准的同时, 平安人寿同样为 MVP 提供顶配的权益、定制的高客活动、专属的顶级培训、私享的交流平台等资源支持。

### ④ 依托四大模块, 打造“三好五星”营业部

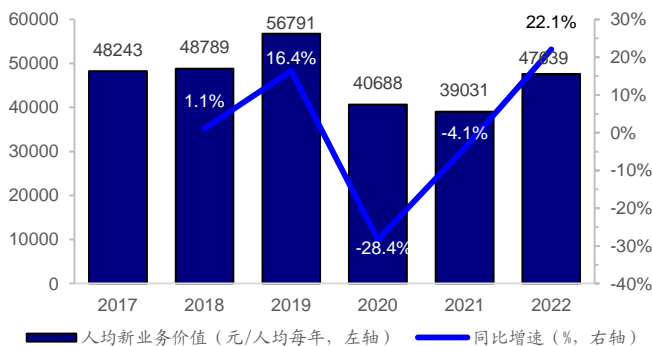
在代理人队伍改革中, 公司以营业部为核心, 推动“三好五星”营业部建设, 主要依托四大模块: 数字化营业部、数字化增员、数字化 AskBob 培训和数字化活动量管理。其中数字化营业部的效用在于提效率、提能力, 目标节约营业部经理 90% 的管理时间、提升 95% 营业部的管理水平。

平安数字化营业部转型于 2022 年已经正式完成全国试点推广, 自 2020 年底起共分成 5 个批次。1) 第一、二批试点分别于 2020 年底、2021 年中启动, 各自覆盖约 5% 的营业部, 合计约 10% 的营业部。2) 第三批试点于 2021 年底启动, 覆盖约 20% 的营业部。3) 第四批试点于 2022 年 3 月启动, 覆盖约 35% 的营业部。4) 第五批试点于 2022 年 11 月启动, 覆盖约 35% 的营业部。

## 2、改革成效: 人均产能明显提升, 分层经营卓有成效

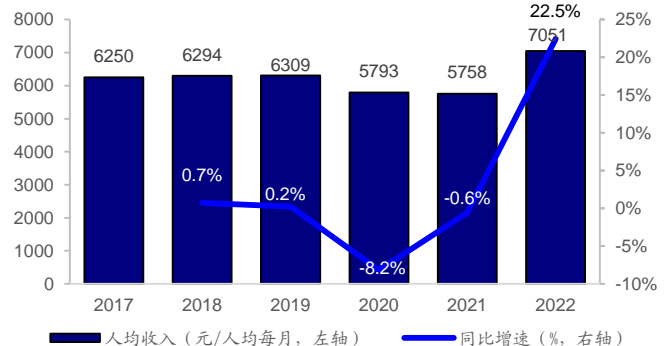
代理人队伍结构持续优化, 人均产能显著提升。1) 受公司坚持高质量转型带动, 公司代理人队伍整体质态持续向好。截至 2022 年末, 大专及以上学历代理人占比同比上升 3.4pct, 代理人活动率同比提高 3.8pct 升至 50.8%。2) 人均产能显著提升。2022 年代理人人均 NBV 同比增长 22.1%, 其中人均长险件数提升 7%, 高件均扩量带动件均 NBV+11%, 呈现量价齐升状态; 人均收入同比增长 22.5%, 其中寿险收入和交叉销售收入分别同比+16%、+50%。

图14 2022 年平安代理人人均 NBV 同比增长 22.1%

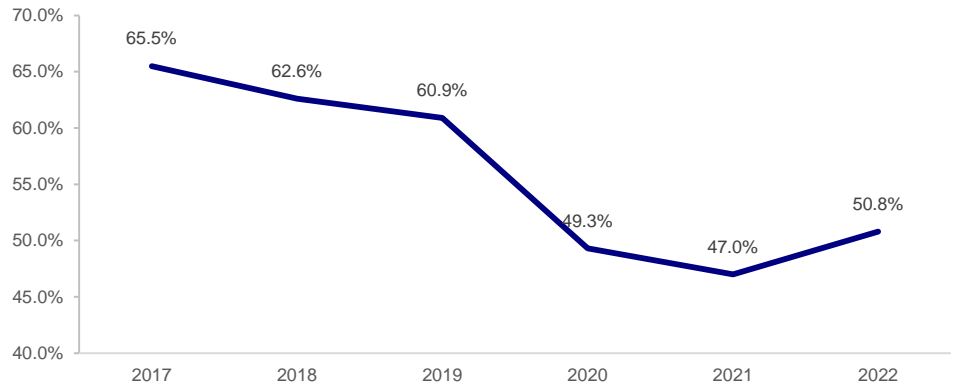


资料来源: 中国平安历年年报, HTI

图15 2022 年平安代理人人均收入同比增长 22.5%



资料来源: 中国平安历年年报, HTI

**图16 2022年平安代理人活动率同比提升3.8pct**


资料来源：中国平安历年年报，HTI

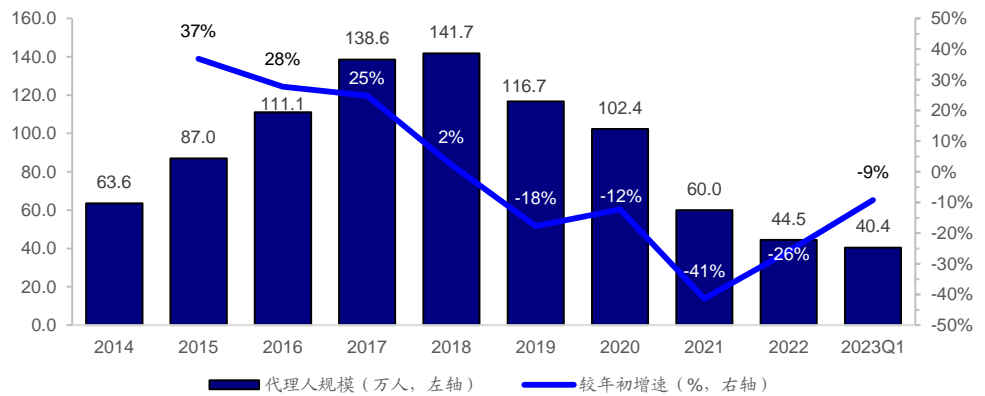
**代理人队伍分层经营明显向好。**1) 新人队伍方面，平安寿险持续升级“优+”政策，通过以优增优，逐步改善队伍结构与质量，提升优质新人占比，2022年新增人力中“优+”占比同比提升14.1pct，“优+”人力人均NBV和收入水平均为普才人力的约3倍。2) 潜力队伍方面，2022年成功扭转人均产能与收入下滑趋势，人均NBV和人均收入分别同比+25%和32%。3) 钻石队伍方面，公司进一步深化绩优经营策略，提升钻石人群产能，2021、2022年人均NBV分别同比增长22%和14%，目前钻石队伍人均收入约为社平工资的3-4倍。

**图17 2022年中国平安代理人队伍结构明显优化**


资料来源：公司官网，HTI

**中国平安营业部数字化经营已完成全国推广，各批次均显成效。**1) 第一、二批试点营业部在经过超过18个月试点实施后，实现2022年下半年NBV增速转正，同比增长2.4%。2) 第三批试点营业部2022年NBV增速明显领先全国平均水平，2022H1、H2较全国增速分别高出1.2pct、9.6pct，优势显著加强。3) 第四批试点营业部实施超过9个月，人均产能水平明显提高，2022年人均长险件数同比提升9%。4) 第五批试点营业部实施不足3个月，经营行为已经明显改善，2022年人均触容数同比提升36%。

**我们预计新单保费增速改善背景下，公司代理人规模将逐步企稳。**自2019年起，平安代理人总规模开始进入下行通道，截至2023年一季度末，公司代理人队伍为40.4万人，较2018年高点已经减少71%。我们认为，一方面是由于外部市场环境变化，特别是近年来代理人线下展业面临一定困难、外部替代性工作增多等因素影响，导致代理人流失增加；另一方面是由于公司主动清虚，并且提高代理人招募标准，加强队伍质量建设。2023年一季度末公司代理人规模较年初下滑9%，我们预计在二季度新单增长良好的背景下，公司代理人规模有望逐步企稳。

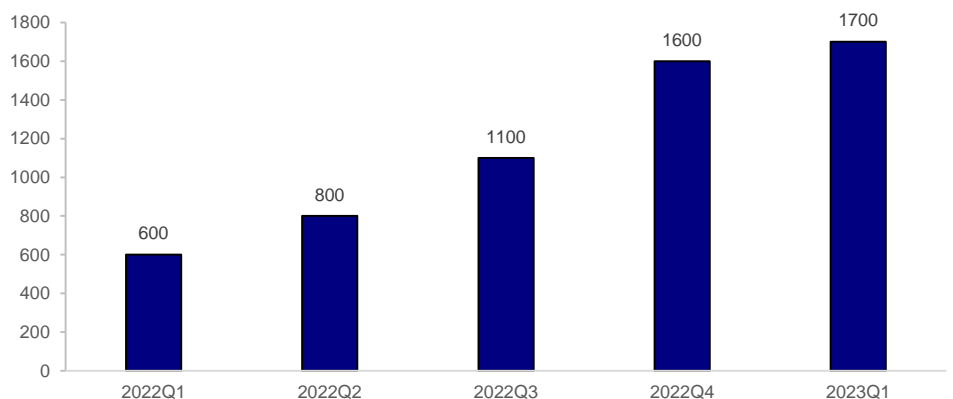
**图18 2023 年一季度末中国平安代理人规模较年初下滑 9%**


资料来源：中国平安历年年报、2023 年一季报，HTI

## 2.2.2 持续推进新银保建设，新单保费与 NBV 贡献提升

近年来伴随个险渠道增长失速，银保渠道在公司业务增长中的重要性逐渐提升。1) 平安寿险与平安银行依托平安集团综合金融平台优势，双方建立了便捷高效的沟通运作机制，平安寿险在培训、产品、服务等方面与平安银行开展深度合作，提升其客户服务的综合化、专业化水平。截至 2021 年末，平安银行拥有近 110 万财富客户，保险渗透不足 10%，预计客均潜力在 50 万元以上，未来存在较大增长潜力。2) 平安寿险也积极拓展与外部银行合作，并针对银行客群特点及需求，重点完善银保化“产品+”体系，提供全方位一站式保险保障及增值服务，优化客户体验。

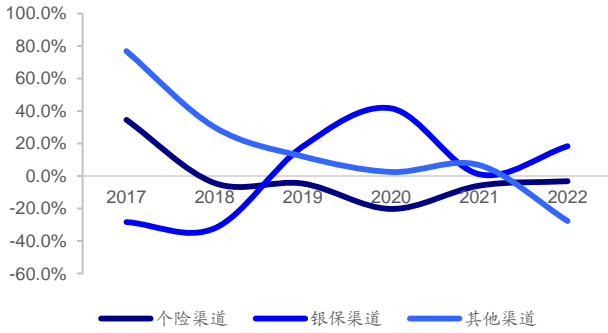
目前平安寿险重点协助平安银行打造的银保新优才队伍已经初显成效。2021 年起，平安寿险与平安银行深化合作，协助打造平安银行新优才队伍。银保优才队伍既有固定底薪，还有销售及职位津贴等的全新模式，在一个体系实现了“职业+创业”两种模式，以寿险产品销售为主、兼顾复杂金融产品销售的财富管理队伍。截至 2022 年末，银保优才已覆盖超过 30 家分行，新优才队伍已招募超 1600 人，超 9 成拥有本科学历，人均产能可为个险钻石队伍的 1.4 倍。

**图19 中国平安“银保优才”队伍规模持续扩大 (人)**


资料来源：平安银行 2022 年年报、季报、半年报，2023 年一季报，HTI

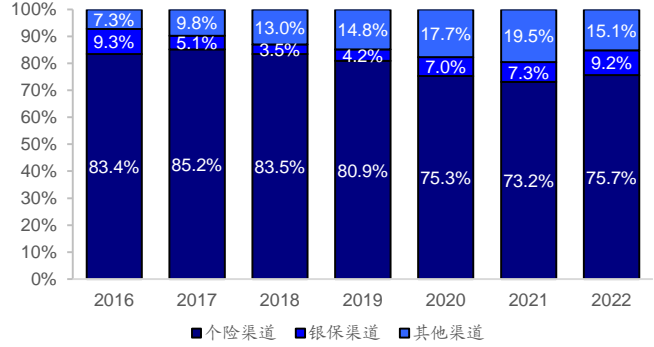
近年来银保渠道对公司新单保费和NBV贡献显著提高。2019-2022年银保渠道新单保费增速高达19.1%，大幅领先个险渠道(-10.1%)和其他渠道(-7.5%)，在公司新单保费中占比由2019年的4.2%提升5.7个百分点至2022年的9.2%。伴随新单保费的快速增长，银保渠道NBV占比也持续提升，由2019年的1.6%大幅提升至2022年的7.1%。2023年一季度公司银保渠道NBV表现亮眼，同比大幅增长，我们预计其占比或将进一步提升。

图20 2017-2022年中国平安寿险新单保费分渠道增速



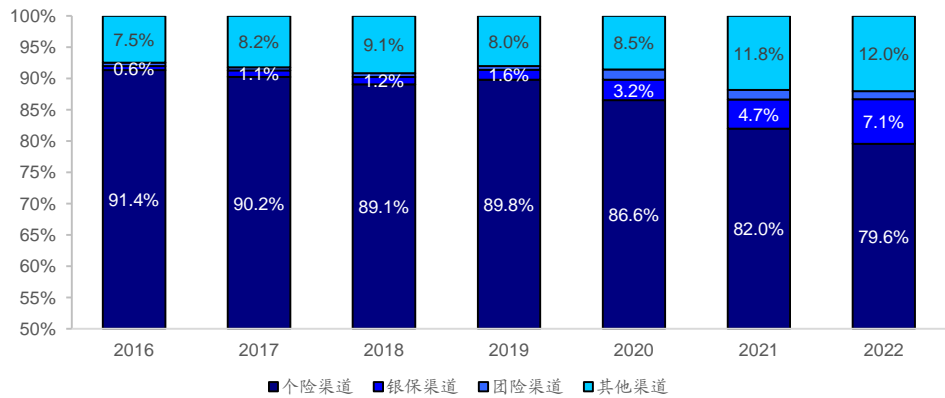
资料来源：中国平安历年年报，HTI

图21 2016-2022年中国平安寿险新单保费渠道结构



资料来源：中国平安历年年报，HTI

图22 2022年中国平安银保渠道NBV贡献占比已提升至7.1%

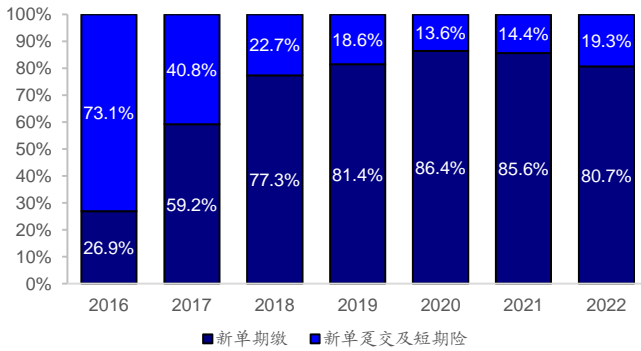


资料来源：中国平安历年年报，HTI

银保渠道期缴业务占比超80%，新业务价值率表现稳健。在银保渠道产品体系方面，平安寿险以银保渠道客户需求为导向，为客户提供年金险、终身寿险、长期健康险等全方位一站式产品服务。2022年三季度推出“御享年年”增额终身寿新产品，销售情况良好。从银保渠道新单业务结构来看，2019年以来期缴业务占比均在80%以上，稳定的业务结构也带来了银保渠道新业务价值率的稳健表现。

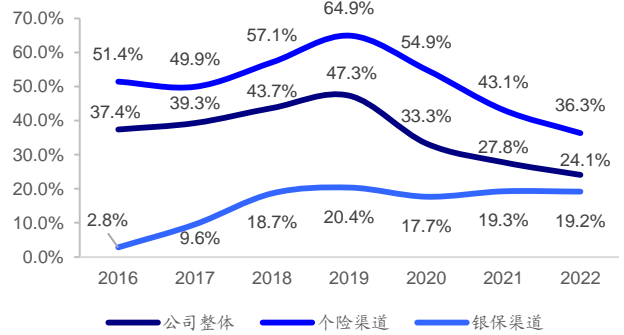


图23 2022年平安银保新单保费中期缴业务占比超过80%



资料来源：中国平安历年年报，HTI

图24 近年来平安银保渠道NBV margin较为稳定



资料来源：中国平安历年年报，HTI

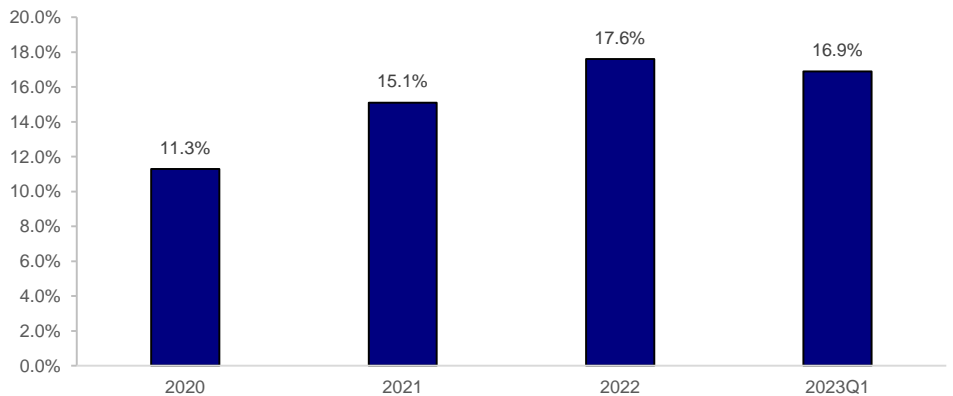
### 2.2.3 社区网格化与下沉渠道或成为未来业务发展的重要助力

2021年平安提出了创新渠道发展思路，持续推动社区网格化和下沉渠道建设。2022年多渠道（含银保渠道）贡献NBV占比达到17.6%，较2021年提升了2.5pct，2023年一季度占比16.9%，同比增幅扩大至5.4pct，我们认为其对NBV增长提供了重要助力。

社区网格化渠道主要针对公司“孤儿单”进行经营，以“存续客户”继续率提升为第一要务，通过发展高素质网格化专员队伍，实现线上、线下联动深耕经营的服务模式。截至2021年末，平安“孤儿单”客户近3000万，贡献续期保费每年超千亿元，我们认为通过社区网格化模式提升续收、交叉销售和寿险加保，有利于维护存量客户稳定性和价值再发掘。截至2022年末，平安寿险社区网格化模式已在25个城市进行网格推广，组建近8000人的高素质精英队伍（2021年末为超过1000人），并在线上线下联合运营、续收、销售全流程，取得进一步成效，相关“存续客户”13个月保单继续率同比提升超14个百分点。

下沉渠道正处于探索阶段，将聚焦于金融场景化销售。下沉渠道市场规模具有较大潜力，2021年末下沉渠道市场潜在客户超过6亿人，其中约85%未渗透，未来具备较大发展空间。2022年平安寿险深入研究下沉渠道销售模式，聚焦三四线城市和县域寿险市场，截至2022年末，已在七个省份试点推动，并结合下沉市场的保险消费场景，迭代业务流程，持续探索下沉渠道创新发展模式。

图25 2020年以来中国平安多渠道NBV贡献占比持续提升



资料来源：公司官网、2023年一季度，HTI



## 2.3 产品改革：聚焦医疗与养老服务，依托“产品+服务”提升竞争力

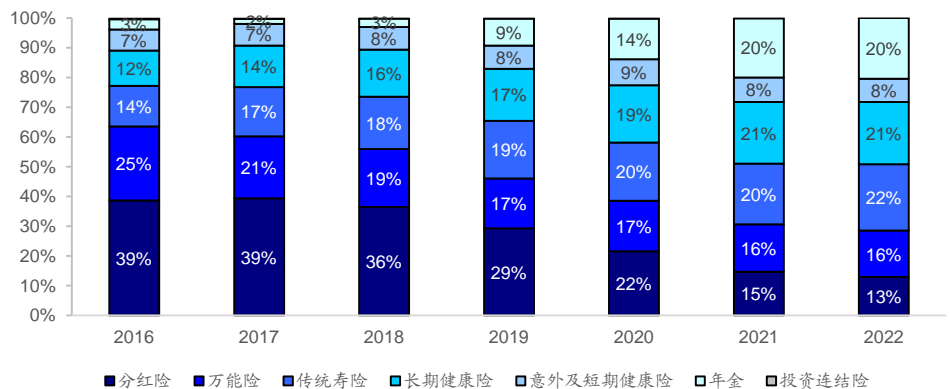
### 2.3.1 发力储蓄类产品市场，满足客户多元化需求

保险产品方面，平安寿险聚焦财富管理、养老和保障三大市场，通过升级产品体系、优化产品结构，持续满足客户财富增值与传承、养老储备、健康保障等不同的保险需求。

1) 做大财富管理及养老保险市场。平安寿险 2022 年推出传统年金产品“御享财富”和“御享金瑞”，同时上市“御享财富”养老版，向上拓展投保年龄，更好地满足高龄客户的养老需求；此外还上新并持续推动“盛世金越”增额终身寿险，充分发挥保险产品在长期资金保值增值上的优势。2) 持续稳固保障型保险产品平台。我国目前重疾险的人均保额普遍较低，对保障型产品的需求仍有较大空间。平安寿险长期深耕重疾险市场，2022 年推出少儿专属高保障的“少儿守护百分百加护”及轻、中、重症全面覆盖的“守护百分百全能版”，构筑守护重疾险产品系列。此外公司还加大了对终身寿险、长期医疗保险等其他保障型保险市场的拓展力度，为客户提供更加丰富多样的保障型保险产品。

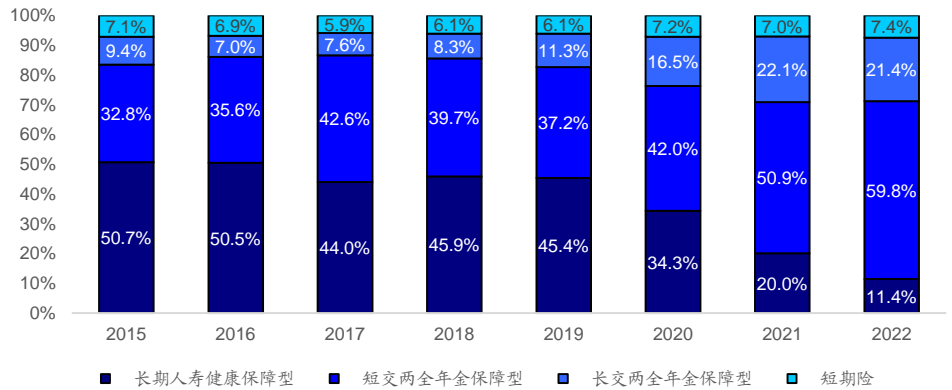
我们认为，在资管新规正式落地、近年来市场利率下行以及权益市场波动的背景下，储蓄类保险产品相对于其他金融产品的长期稳健优势凸显，因此带动了 2022 年二季度以来新单保费的显著改善。2022 年中国平安寿险业务规模保费中传统寿险占比 22.3%，同比提升 1.9 个百分点，我们预计主要为传统型年金险和增额终身寿险产品带动。从个险渠道用于计算新业务价值的首年保费口径看，2020 年以来长交、短交两全及年金险占比快速提升，我们认为一方面与重疾险等高保障型产品增长承压有关，另一方面也反映出市场对储蓄类业务的市场需求较为旺盛，预计未来公司产品结构将进一步多元化，储蓄类业务也将成为未来 NBV 增长的重要力量。

图26 2022 年中国平安传统寿险保费占比明显提高



资料来源：中国平安历年年报，HTI

图27 中国平安个险渠道用于计算新业务价值的首年保费结构



资料来源：中国平安历年年报，HTI

### 2.3.2 依托“产品+服务”提升综合竞争力

#### 1、依托“管理式医疗”健康生态，提供差异化健康管理服务

中国平安创新推出中国版“管理式医疗模式”，将差异化的医疗健康服务与作为支付方的金融业务无缝结合，为个人及团体客户提供一站式医疗健康服务，赋能金融主业。截至2023年3月末，在平安近2.29亿个人客户中，有超64%的客户同时使用了医疗健康生态圈提供的服务。

图28 中国平安依托“平安健康”平台打造“管理式医疗”健康生态



资料来源：公司官网，HTI

“保险+健康管理”方面，平安提出“1个专业医生”+“4大服务内容（健康管理、亚健康、疾病管理和慢病管理）”和“10大管理手段”的“1+4+10”服务体系。公司于2021年推出“平安臻享RUN”健康服务计划，为客户提供全生命周期的医疗健康服务，重点打造“特色体检、在线问诊、门诊预约协助及陪诊、控糖管理和重疾专案管理”五大亮点服务。“平安臻享RUN”分为乐享、尊享和尊享PLUS三档计划，分别针对大众、中产和富裕客群，提供差异化的服务体验。2022年平安寿险已累计服务约1859万客户，新契约客户中超过76%使用健康管理服务，获得客户广泛认可。

图29 中国平安臻享RUN服务体系

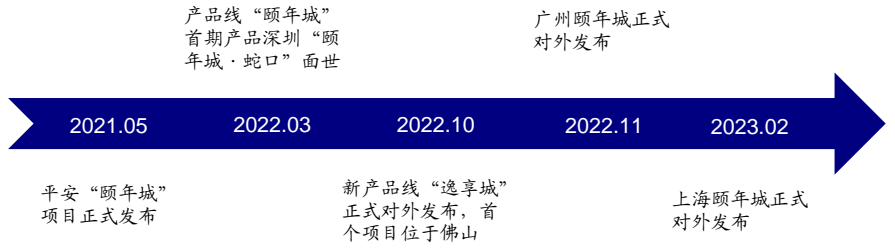


资料来源：公司官网，HTI  
 注：以上数据截至2021年末

## 2、发力高端养老与居家养老领域，满足客户养老需求

“保险+高端养老”方面，平安致力于开拓高品质养老服务市场，创新构建覆盖长者全生命周期的“一站式”养老解决方案，为长者提供定制专享的康养服务，以满足中国高品质养老领域日益增长的需求。2021年5月，中国平安发布“平安臻颐年”康养品牌及首个高端产品线“颐年城”。2022年10月，伴随新产品线“逸享城”正式对外发布，平安臻颐年开启双产品线布局。

“颐年城”产品线作为平安臻颐年城市型高品质持续照料康养社区，优先聚焦一线城市及部分二线城市的核心区位项目，已在全国逐渐布局。2023年2月，伴随着上海颐年城正式对外发布，该产品线已覆盖深圳、广州、上海三个城市，杭州、北京等城市项目也即将加速来临。“逸享城”产品线作为全新臻选型城市旗舰康养社区，致力于布局全国新一线城市。2022年10月，佛山逸享城正式亮相，初步完成大湾区业务布局。未来，将会在苏州、武汉等更多新一线城市持续布局。

**图30 平安高端养老服务发展进程**


资料来源：平安臻颐年官网，中国平安 2022 年年报，上海证券报，HTI

**平安臻颐年的最大优势在于核心区位选择。**平安臻颐年引领行业高品质康养标准的“五臻”标准服务体系，包含五大亮点：核心区位、稀缺医疗与资源优享、终生管家、精微照护及品质尊享。我们认为，不同于其他同类养老社区或因综合考虑成本等因素将社区定位于郊区，平安臻颐年专注于核心区位的核心地段，周边商圈、交通与医疗一应俱全，致力于打造高品质康养服务，以满足长者的多元生活需求。

**表 3 平安臻颐年五大产品亮点**

亮点	概述
核心区位	布局北、上、广、深等核心城市核心区位,环抱多元生活圈,荟萃丰富的商圈资源,交通便捷,生活配套完善,毗邻三甲医院。
稀缺医疗+资源优享	<b>“1%稀缺”顶级资源</b> 1) 专医: 专业医生, 三甲医院主任医师级别以上, 24 小时线上全天候服务 2) 专科: 全国各区域排名前 10 专科, 线下 1 天内, 线上最快 1 小时完成预约 3) 专院: 提供龙华医院、北大国际医院等专属三甲医院及多个康复医院医疗资源 4) 专案: 全球排名前 10 机构, 制定整合式专业医疗方案
	<b>“100%定制”健康服务</b> 1) 康养服务完美贴合日程: 私人秘书对接, 精准规划时间, 健康管理、医疗计划贴合商务日程 2) 全面定制健康管理计划: 以细致做定制, 超 100 项健康指标全面评估, 高发疾病早干预、早发现、早治疗
终生管家	配备 1×N 专属管家团, 定制个性化全场景生活服务, 1 位专属管家周到服务, N 位行业专家提供支持, 金融、健康、生活, 一站式贴心守护。
精微照护	采用国际康复照护领域 CARF 标准作为衡量标尺, 携手卓越国际养老服务商倍乐生集团, 引进日式照护标准, 打造一流的服务体验。
品质尊享	加入臻颐年俱乐部, 会晤 TOP 级私密圈层; 国际知名疗养机构, 提供稀缺入住席位, 预留专属服务周; 百余项私密禅修及冥想课程, 专职记者采访。

资料来源：中国平安官网，平安微生活微信公众号，HTI

平安臻颐年客户通过康养社区入住权益和保单相结合的方式，投保平安臻颐年体系产品，即可享受按照“臻标准”服务体系打造的优质康养生活体验。根据平安人寿官网智能客服，平安臻颐年对接产品包括颐享延年养老年金、金瑞人生（2021）年金险等产品。从入住保费门槛来看，平安臻颐年产品目前处于第三期销售，最低保费门槛为康养一期的 1000 万元，显著高于同业。在现行的康养三期销售期内，可获“颐年城”入住权益的臻享会员 V1/V2/V3，保费最低门槛分别为 1888 万、3288 万及 4388 万，可获“逸享城”入住权益的逸享会员的保费最低门槛为 588 万。保费门槛远远高于同业。

表 4 平安臻颐年各期保费门槛

	康养一期	康养二期	康养三期
销售期	2021.1.1-2021.7.16	2021.9.15-2022.11.30	2022.12.1-2023.11.30
臻享会员 V1	新单总保费≥500 万且新老单总保费≥1000 万	新单总保费≥1000 万且新单 FYP≥200 万且新老单总保费≥1888 万	
臻享会员 V2	新单总保费≥500 万且新老单总保费≥2000 万	新单总保费≥1000 万且新单 FYP≥200 万且新老单总保费≥3288 万	
臻享会员 V3	新单总保费≥500 万且新老单总保费≥3000 万	新单总保费≥1000 万且新单 FYP≥200 万且新老单总保费≥4388 万	
逸享会员	-	-	新单总保费≥500 万且新老单总保费≥588 万

资料来源：中国平安官网，HTI

表 5 主要险企养老社区最低保费门槛比较

保险公司	养老社区	网点规划	最低入住保费门槛
泰康人寿	泰康之家	北京、上海、广州、三亚、苏州、成都、武汉、杭州、南昌、厦门、沈阳、长沙、南宁、宁波、合肥、深圳、重庆、南京、郑州、青岛、福州、温州、天津、济南、内蒙古、云南	200 万
人保寿险	人家颐园	大连	200 万
中国人寿	国寿嘉园	北京、天津、苏州、三亚、深圳	200 万
太平人寿	梧桐人家	北京、上海、合肥、青岛、三亚、苏州、杭州、广州、昆明	120/150 万起
太保寿险	太保家园	成都、武汉、上海、大理、南京、厦门、杭州	200 万
新华人寿	新华家园	北京、海南博鳌	200 万
阳光人寿	阳光人家	广州、上海、廊坊	100 万

资料来源：天眼保微信公众号，HTI

“保险+居家养老”方面，中国平安整合内外部服务商为客户提供“老人舒心、子女放心、管家专心”一站式居家养老服务。平安通过智能管家、生活管家、医生管家，以“三位一体”管家实现 7×24 小时服务客户，整合医、住、护、食、乐等十大场景服务，构建一站式的居家养老建议解决方案，致力于打造中国居家养老第一品牌。2022 年 9 月，公司对外正式发布居家养老服务品牌“平安管家”。截至 2023 年 3 月末，平安居家养老服务已覆盖全国 47 个城市，服务项目超 500 项，超 4 万名客户获得居家养老权益。

图31 中国平安居家养老服务体系



资料来源：公司官网，HTI

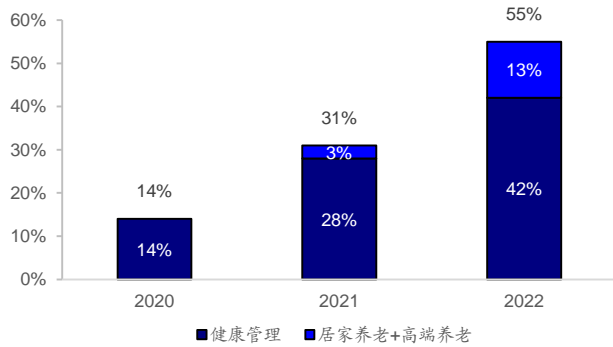


**平安养老居家体系挂钩“1+N”产品组合。**根据平安人寿官网智能客服，其中“1”指的是需在“居家产品清单”中的必选产品，包括颐享世家、盛世金越尊享等系列共计 20 余种寿险产品；“N”指的是“居家产品清单”中的非必选产品。对接平安养老居家权益的保费共分为 V1/V2/V3 三档，保费最低门槛分别为 100 万、300 万及 500 万，其中必选产品至少达到 40/120/200 万。目前，在居家养老有所涉及的险企中，最低保费门槛大多集中在 30-50 万左右，根据加倍保 Max 微信公众号，阳光人寿“孝无忧”和爱心人寿均为 30 万，友邦人寿的“友自在”为 50 万元，平安的居家养老服务权益以最低保费门槛水平 100 万远超同业。

### 3、“产品+服务”有助于进一步提升客户感受、提升客户价值

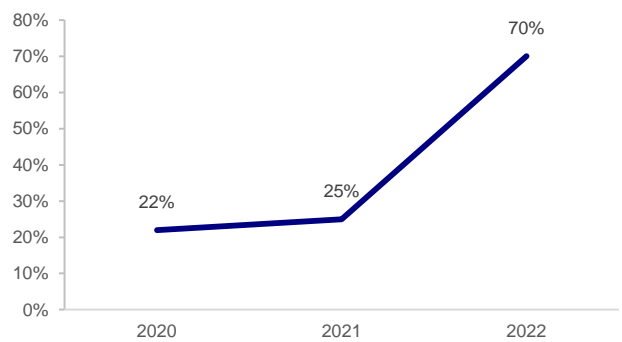
**“产品+服务”助力寿险业务提升客户价值效果明显。**2022 年享有医疗健康服务权益（含健康管理及养老服务）的客户覆盖率已达 70%，贡献的 NBV 占比同比提升 24pct 至 55%；同时，活跃使用医疗健康服务的客户的客均保费和客户加保率分别是不使用医疗健康服务的客户的 1.5 倍、3.2 倍，客户继续率也高出 1.1pct。

图32 2022 年享有服务权益的客户贡献 NBV 占比提升至 55%



资料来源：公司官网，HTI

图33 2022 年享有服务权益的客户覆盖率达到 70%

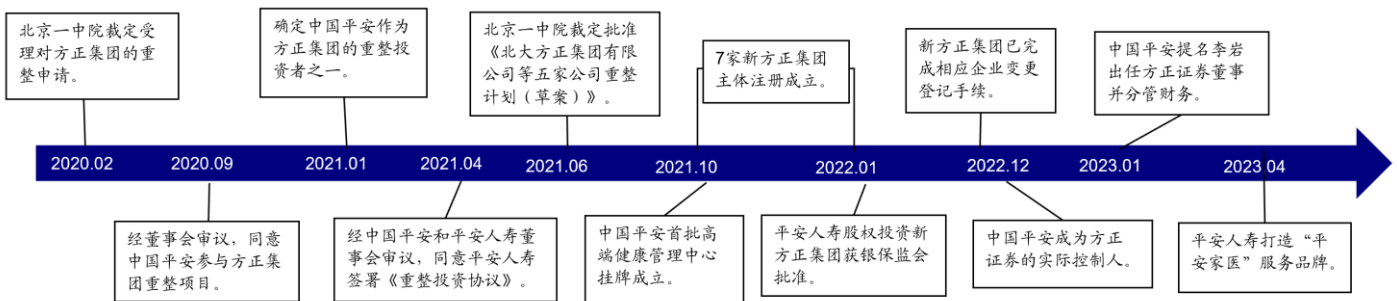


资料来源：公司官网，HTI

### 2.3.3 参与方正集团重整，进一步增厚医疗健康领域资源实力

**中国平安参与方正集团重整，已正式成为控股股东。**2021 年 4 月平安集团授权平安人寿作为投资主体，以“出售式重整、整体承接”的方式与华发集团按 7:3 的比例承接剩余不低于 73% 新方正集团股权。2022 年 1 月底获银保监会批准，拟出资 482 亿元受让新方正集团约 66.51% 的股权；2022 年 12 月新方正集团完成相应企业变更登记手续，平安人寿正式控股新方正集团。

图34 中国平安参与方正集团重整进度

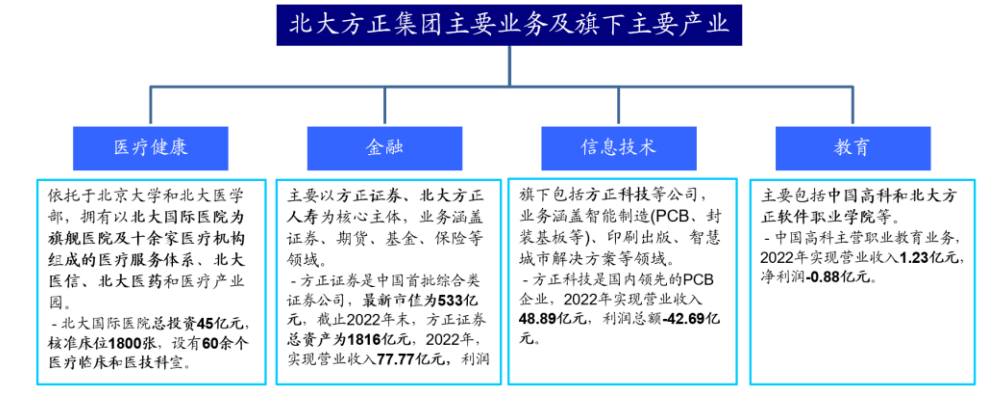


资料来源：公司官网，公司年报，中国经济网，界面新闻，HTI



中国平安参与方正集团重整投资是双赢的合作。1) 平安可进一步深化医疗健康产业战略布局, 加快构建医疗健康生态圈, 打造价值增长新引擎。通过覆盖各地区的医院, 与保险业务形成协同, 致力打造有场景、有服务、有温度、有频率的医疗健康生态圈, 并建设国际一流医院, 打造领先的知名医疗集团, 助力线下医疗及保险业务获客。同时利用科技赋能医疗生态圈, 既结合线上平台, 完善扩充自建医生团队, 也借助医院信息管理系统, 发展智慧医疗, 推动传统医院转型。2) 对方正集团而言, 平安集团在重组和特殊资产投资领域的经验, 可促使其化解债务危机、回归健康可持续发展轨道。

图35 方正集团主要业务及旗下主要产业



资料来源: 中国平安官网, wind, HTI

合作推出“平安家医”全科医生服务, 深化“保险+医疗”的联合健康模式。2023年4月, 平安人寿携手北大国际医院、平安健康打造“平安家医”服务品牌, 及全新推出的北大国际医生全科医生服务, 将北大医疗的资源融入到自身的品牌与服务中。“平安家医”针对居民就医全过程中的难点和痛点, 搭建了“全科医生团队”、“线上线下结合”、“健康医疗管理”三位一体的综合健康服务体系, 为符合条件的客户提供“省心、省时、又省钱”的品质体验。全科医生服务提供对象目前仅限北京地区投保盛世金越(至尊版)养老年金且附加福佑重疾或安佑重疾的被保险人客户及2名指定权益人(在其父母、配偶及其父母、子女中选择), 内容包括“健康咨询”、“健康促进”和“就医服务”服务。

图36 北大国际全科医生服务内容

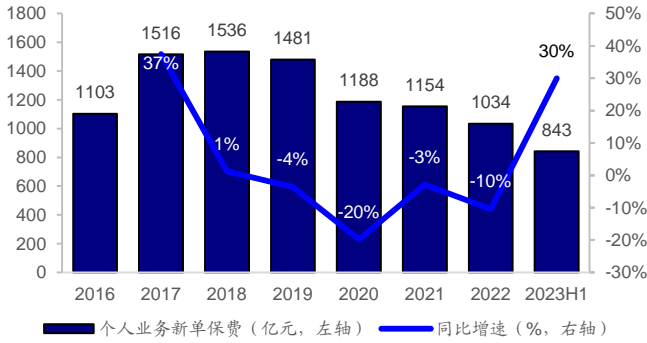
服务类型	服务大类	服务项目	服务次数	启动条件
健康咨询	首诊咨询	健康评估	首年家庭 <sup>①</sup> 1次	保单交费期内且保单有效
		首诊咨询	首年家庭1次 <sup>②</sup>	保单交费期内且保单有效
		首诊小结	首年家庭1次	保单交费期内且保单有效
		健康建议书	首年家庭1次	保单交费期内且保单有效
	图文咨询	TV1图文咨询	家庭不限次	保单交费期内且保单有效
	音视频咨询	TV1音视频咨询	家庭不限次	保单交费期内且保单有效
	值班医生服务	夜间及节假日 TV1图文咨询	家庭不限次	保单交费期内且保单有效
健康促进	家庭随访	制定随访计划, 跟进健康状况, 解答健康疑问	首年家庭2次 <sup>③</sup> , 次年家庭4次/年	保单交费期内且保单有效
	定制健康服务	提供专业化的健康管理建议和方案	家庭不限次 <sup>④</sup>	保单交费期内且保单有效
就医服务	专科就医协助	协助提供专家预约挂号等就诊方案	家庭不限次	保单交费期内且保单有效
	北大国际医院VIP服务	协助提供专人挂号、优先就诊、检查当日完成的VIP服务	家庭不限次	保单交费期内且保单有效

资料来源：平安人寿官网，HTI

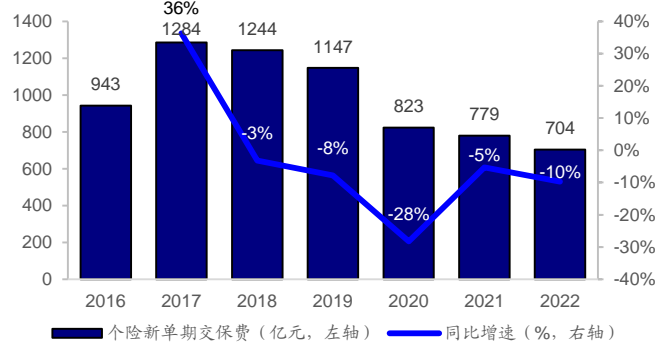
## 2.4 新单增速显著改善，NBV 重回正增长道路

### 2.4.1 新单保费增速改善，保单质量有所提升

2023 年一季度中国平安个人业务新单保费增速转正。2018 年以来，中国平安个人业务新单保费（原保费口径）及个险期缴保费（规模保费口径）缓慢下滑，2020 年受疫情因素影响降幅较大。2023 年一季度，公司个人业务新单保费增速转正，实现同比增长 10%，上半年累计同比增长 30%，Q2 单季同比增长 70%。我们认为，Q2 新单保费增速进一步提升，主要是由于①银行理财等其他类别资产收益率下降，具有“保本保息”特点的储蓄类保险产品相对吸引力提升；②预定利率下调预期导致销售升温等因素影响；③公司寿险转型成效显著，代理人产能明显提升。

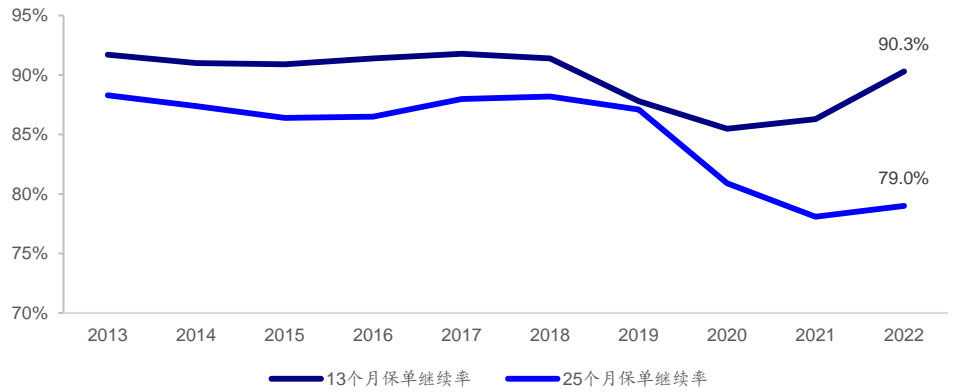
**图37 2016年以来中国平安个人业务新单保费及增速**


资料来源：中国平安历年保费收入公告，HTI

**图38 2016年以来中国平安个人新单期交保费及增速**


资料来源：中国平安 2016-2022 年年报，HTI

**着力强化续收管理，寿险业务保单质量提升。**自 2020 年以来，受疫情因素影响，部分客户因暂时经济困难未续保，续期队伍线下访服务受限，导致公司保单续保率明显下降。平安寿险针对性建立服务式续收模式，同时运用科技对续期困难保单进行前置服务、精准续收，提升续收效能。2022 年平安寿险 13 个月和 25 个月保单继续率分别同比提升 4.0pct、0.9pct 至 90.3%和 79.0%。

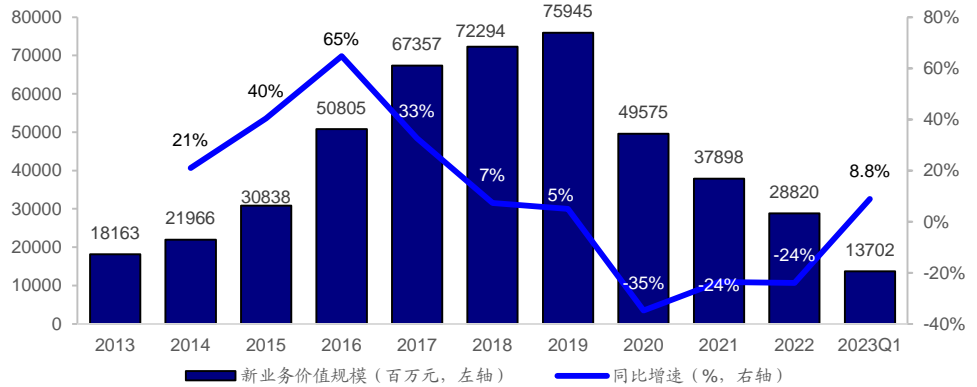
**图39 2022年中国平安继续率水平明显改善**


资料来源：中国平安历年年报，HTI

#### 2.4.2 NBV 重回正增长道路，价值率水平依然高于同业

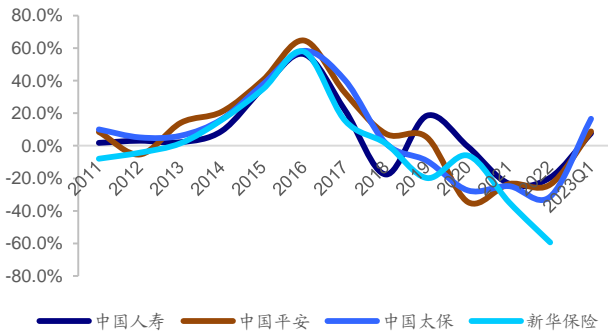
**新业务价值已经重回正增长道路。**中国平安 2013-2019 年新业务价值持续增长，年均复合增速达 26.9%，显著高于中国太保(21.9%)、中国人寿(18.4%)和新华保险(15.0%)。2020 年以来，受疫情突发、保障型产品销售下滑、代理人规模持续降低等多重因素影响，寿险行业显著承压，公司新业务价值亦持续下滑。2019-2022 年，平安新业务价值年均复合降幅为 27.6%，仅大于中国人寿(-15.0%)，窄于中国太保(-27.9%)和新华保险(-37.2%)。伴随国内宏观经济逐步修复，叠加传统型储蓄类产品销售向好，以及公司改革转型显效，平安 2023 年一季度新业务价值实现增速转正，同比增长 8.8%，同口径下增速达 21.1%。

图40 2023年一季度中国平安新业务价值同比增长 8.8%



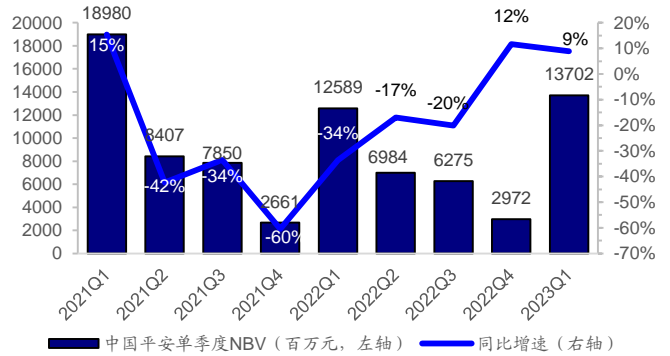
资料来源：中国平安历年年报、2023年一季度报，HTI

图41 2023年一季度上市险企普遍实现单季NBV正增长



资料来源：上市险企历年财报、2023年一季度报，HTI

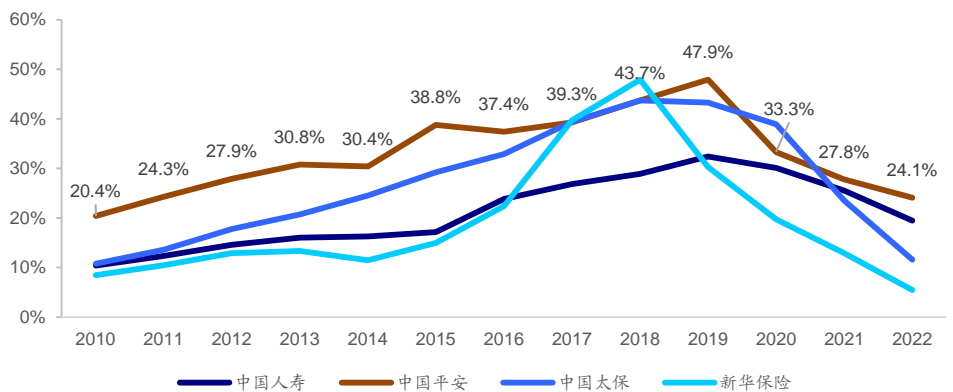
图42 2021年以来中国平安单季NBV增速



资料来源：中国平安 2021-2023 年财报，HTI

**新业务价值率水平仍领先同业。**上市险企新业务价值率水平普遍在 2018-2019 年左右达到高点，此后呈现持续下降态势，我们认为一方面是由于个险渠道及保障型产品本身新业务价值率有所降低，另一方面则是由于银保渠道和储蓄类产品占比上升，导致整体新业务价值率的下降。2022 年中国平安新业务价值率为 24.1%，仍处于上市同业中最高水平。

图43 中国平安 NBV margin 水平整体上高于同业公司



资料来源：上市险企历年年报，HTI

表 6 2022 年中国平安各类业务 NBV 与 NBV margin 情况

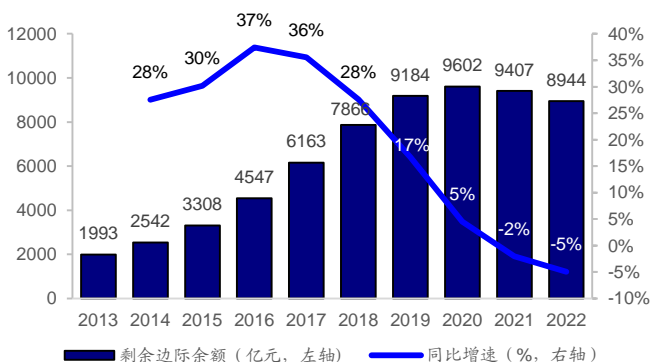
	新业务价值(百万元)	同比增速	新业务价值率	同比变动
<b>个人业务</b>	<b>28439</b>	<b>-23.8%</b>	<b>32.0%</b>	<b>-6.4 pct</b>
<b>代理人渠道</b>	22932	-26.2%	36.3%	-6.7 pct
短交两全年金保障型	7079	-1.4%	18.8%	-0.8 pct
长交两全年金保障型	6029	-20.2%	44.7%	-2.8 pct
长期人寿健康保障型	6235	-50.2%	86.4%	-0.3 pct
短期险	3589	-6.2%	76.8%	1.2 pct
<b>电销、互联网及其他渠道</b>	3457	-22.9%	22.9%	-5.3 pct
<b>银保渠道</b>	2050	15.9%	19.2%	-0.2 pct
<b>团险业务</b>	<b>380</b>	<b>-33.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>-0.2 pct</b>
<b>新业务价值合计</b>	<b>28820</b>	<b>-24.0%</b>	<b>24.1%</b>	<b>-3.7 pct</b>

资料来源：公司官网，HTI

### 2.4.3 新业务复苏+继续率改善有望推动剩余边际恢复增长

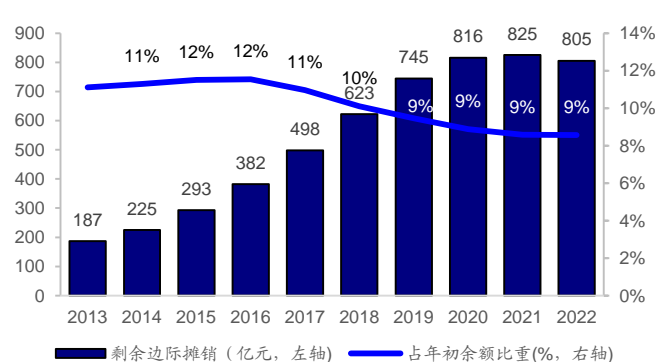
在旧会计准则下，剩余边际是保险公司未来利润的现值，剩余边际的逐期摊销是保险公司当期利润形成的重要基础，而其摊销模式在保单发单时刻锁定，摊销稳定不受资本市场波动影响。我们认为通过观察剩余边际的变化，可以在一定程度上判断未来营运利润的增长趋势。2021-2022 年，平安寿险剩余边际余额连续下滑，我们认为主要是受到新业务贡献减弱和脱退差异负向贡献加大等因素影响。而受剩余边际余额减少影响，2022 年剩余边际摊销额也出现同比下滑，从而对当年营运利润增长产生了一定影响。

图44 2013 年以来中国平安剩余边际余额及增速



资料来源：中国平安历年财报，HTI

图45 2013 年以来中国平安剩余边际摊销情况



资料来源：中国平安历年财报，HTI

表 7 新业务贡献减弱和脱退差异是近两年中国平安剩余边际下滑的原因 (百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
期初剩余边际	454705	616319	786633	918416	960183	940733
新业务贡献	168426	177485	155684	88571	55905	33606
预期利息增长	22642	28498	33811	36319	36505	35679
剩余边际摊销	-49811	-62287	-74454	-81583	-82488	-80517
脱退差异及其他	20357	26617	16742	-1539	-29373	-35088
期末剩余边际	616319	786633	918416	960183	940733	894413

资料来源：中国平安历年年报，HTI

上市险企于 2023 年初已经实施新会计准则。在新会计准则下，保险合同负债的计量方式发生了较大变化，其构成中合同服务边际（CSM）的概念与旧准则下剩余边际较为类似，合同服务边际的逐期摊销是形成当期利润的重要基础。我们认为，尽管合同服务边际的计量方法与剩余边际存在明显差异，但是两者的基础逻辑是相似的，新业务贡献与经营经验调整（如脱退差异等）仍然是影响合同服务边际、乃至净利润变化的重要项目。因此，我们预计，伴随公司新业务增长向好，以及保单继续率改善，对未来合同服务边际余额与当期营运利润/净利润增长均有正面影响。

图46 新会计准则下保险合同负债的构成



资料来源：公司官网，HTI

表 8 新会计准则下合同服务边际变动表

项目	符号	公式	说明
期初合同服务边际		A	
合同服务边际营运变动		B=C+F+G+H	合同服务边际营运变动反映公司经营成果与效率
新业务贡献	+	C	概念上类似新业务价值，体现新业务的未赚利润
新业务保费现值		D	
新业务利润率		E=C/D	新业务利润率指新业务 CSM/保费现值
预期利息增长	+	F	CSM 计息影响，折现率为无风险利率与税收及流动性溢价的加总
调整合同服务边际的估计变更	+/-	G	调整合同服务边际的估计变更包括未来现金流的非经济假设变更及部分经验调整
合同服务边际摊销	-	H= X%*(A+C+F+G+I)	未赚利润将在提供服务的保险期间通过合同服务边际摊销逐步释放
具有直接参与分红特征的保险合同金融风险变动	+/-	I	具有直接参与分红特征合同中归属于公司权益部分的投资波动
期末合同服务边际		J= A+B+I	概念上类似内含价值中的有效业务价值，反映存量保单的未赚利润

资料来源：公司官网，HTI

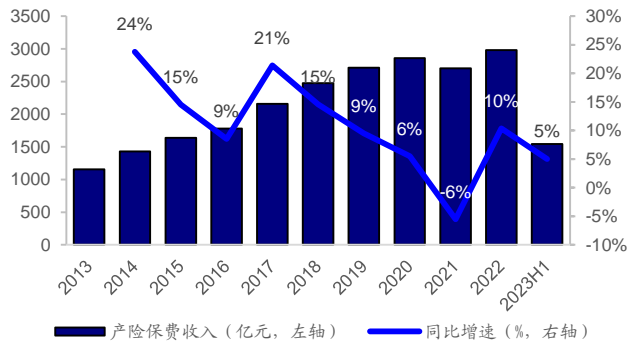
### 3. 产险业务：保费增长依然稳健，仍看好长期盈利能力

#### 3.1 市场份额较为稳固，业务结构趋于均衡

平安产险是国内产险市场份额第二的险企，仅次于人保财险。2022 年平安产险总保费收入为 2980 亿元，同比增长 10.4%，市场份额为 20.0%，同比提升 0.3pct。近五年公司产险保费复合增速为 6.7%，略低于人保财险（6.8%）与太保产险（10.5%）。国内财险市场格局较为稳定，近十年三大头部公司合计市场占有率保持在 63%-65%之间，平安产险近年来市场份额在 20%-21%，显著高于第三名，市场地位较为稳固。

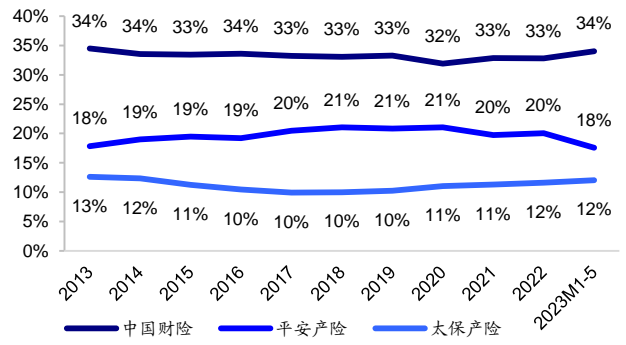


图47 2013 年以来平安产险保费收入及增速情况



资料来源：中国平安历年财报、保费收入公告，HTI

图48 2013 年以来平安产险市场份额基本稳定



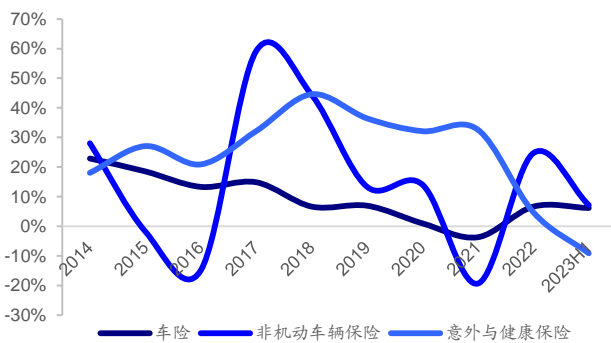
资料来源：上市险企历年财报、保费收入公告，HTI

**产险业务日趋多元化，非车险与意健险占比不断提升。**近五年平安车险、非车险和意健险保费复合增速分别为 3.4%、13.4%和 29.3%。虽然车险保费占比持续下降，但 2023 年中占比仍达 66%，是公司最重要的主力险种，而非车险和意健险则处于快速发展过程中，是未来保费增长的重要动力。

**车险业务：**除 2021 年受车险综合改革、市场竞争激烈等因素影响，平安车险保费同比下滑外，其余年份均保持较为稳健增长。平安产险旗下“平安好车主”是中国最大的用车服务 APP，截至 2022 年末注册用户已突破 1.74 亿，累计绑车突破 1 亿辆，2022 年 12 月当月活跃用户数突破 3700 万。依托科技平台，公司可以实现数据驱动客户经营线上化，强化客户服务体验和提升客户粘性。我们认为，伴随宏观经济复苏，新车产销量有望逐步回暖，同时新能源车单均保费较传统燃油车更高，伴随新能源汽车渗透率的提升，亦将增强公司车险保费增长动力。

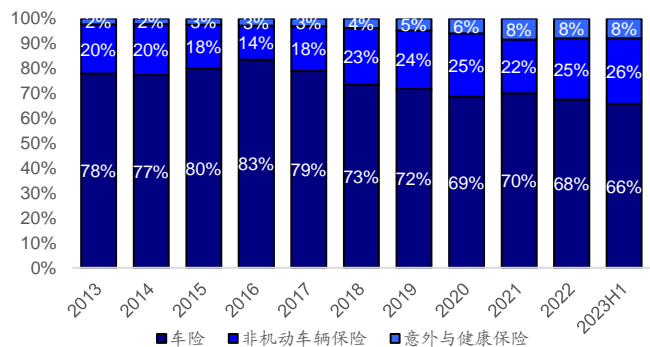
**非车险与意健险业务：**近年来非车险与意健险在平安产险总保费中占比不断提高，2023 年中合计占比已经达到 34%，其中意健险占比 8%，较 2016 年提升 5.1pct，而非车险则占比 26%，较 2016 年提升 12.6pct。我们认为，车险市场整体上偏重于存量业务，而非车险在国内渗透率仍然较低，未来发展空间广阔，预计是将来的重要保费增长点。

图49 2014 年以来平安产险各险种保费收入增速情况



资料来源：中国平安历年财报、保费收入公告，HTI

图50 非车险与意健险在平安产险保费中占比逐步提升

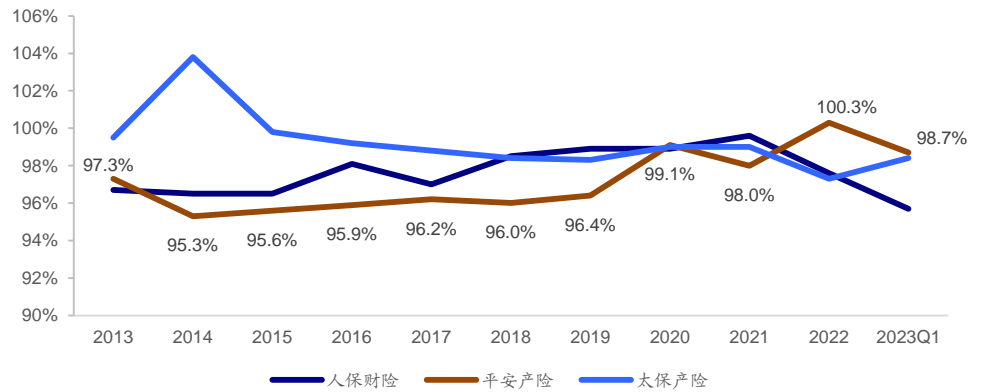


资料来源：中国平安历年财报、保费收入公告，HTI

### 3.2 历史盈利水平优于同业，赔付率方面优势明显

近十年平安产险综合成本率水平在大部分年份优于同业，2022 年受保证保险拖累导致短期承压。2014-2019 年平安产险综合成本率保持在 97% 以下，均优于上市同业公司。2022 年公司综合成本率同比上升 2.3pct 至 100.3%，是近年来首次突破 100%，主要是受保证保险业务拖累。1) 由于经济环境复杂，小微企业客户经营困难增加，对其还款能力产生负面影响，导致保证保险综合成本率同比上升 40.2pct 至 131.4%。从历史承保情况看，2018-2021 年综合成本率分别是 88.6%、93.6%、111.0%、91.2%，在大部分年份盈利良好，主要在近期受市场环境变化影响而出现短期波动。2) 在车险业务方面，公司通过优化定价模型、加强风险筛选及精细化费用投放等管理举措，车险品质大幅改善；同时，受出行需求降低影响，车险出险频度有一定程度下降，车险业务综合成本率 95.8%，同比优化 3.1pct。2023 年一季度平安产险整体承保综合成本率为 98.7%，同比上升 2.0pct，仍主要受保证保险影响。我们认为，伴随未来宏观经济修复，保证保险长尾风险逐步消化，公司综合成本率仍有望保持良好表现。

图51 平安产险的综合成本率在大部分年份优于同业



资料来源：上市险企历年年报、2023 年一季报，HTI  
注：2023 年一季度数据采用新会计准则计算

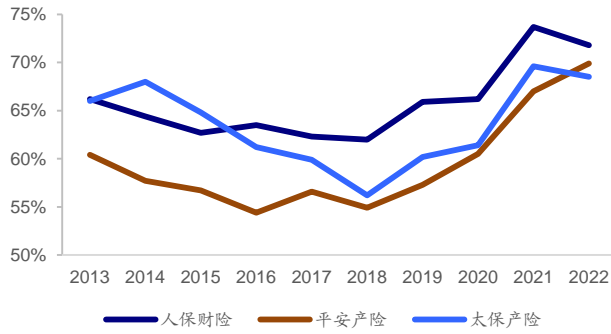
表 9 2017-2022 年平安产险主要险种综合成本率情况

险种	2017	2018	2019	2020	2021	2022
车险	97.5%	97.4%	97.2%	98.2%	98.9%	95.8%
责任保险	91.2%	89.9%	97.6%	94.6%	105.1%	105.4%
保证保险	88.6%	88.6%	93.6%	111.0%	91.2%	131.4%
意外伤害险	78.2%	82.3%	84.3%	88.8%	93.8%	94.5%
企财险	82.8%	94.4%	83.6%	90.3%	92.9%	-
健康险	-	-	-	-	-	95.2%

资料来源：中国平安历年财报，HTI

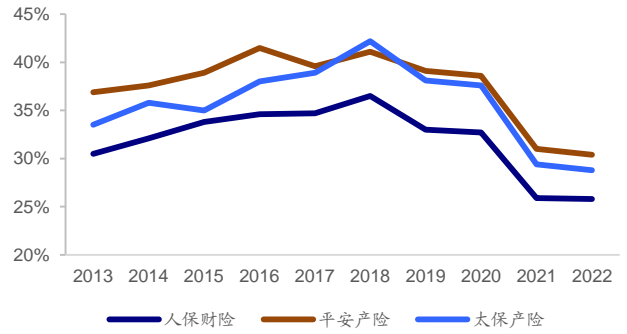
综合赔付率优势是平安产险盈利能力较同业更强的主要原因。2013-2022 年十年间，平安产险平均综合成本率为 97.0%，分别较人保财险、太保产险低 0.8pct 和 2.3pct，主要是由于综合赔付率方面具有显著优势：1) 平均综合赔付率为 59.5%，分别较人保财险、太保产险低 6.3pct 和 4.0pct；2) 平均综合费用率为 37.5%，分别较人保财险、太保产险高 5.5pct 和 1.7pct。近年来公司赔付率呈上升态势，而费用率则逐步下降，与行业整体趋势基本一致，我们认为主要是由于车险综改推动车险定价结构优化所致。

图52 平安产险的综合赔付率整体低于同业



资料来源：上市险企历年年报，HTI

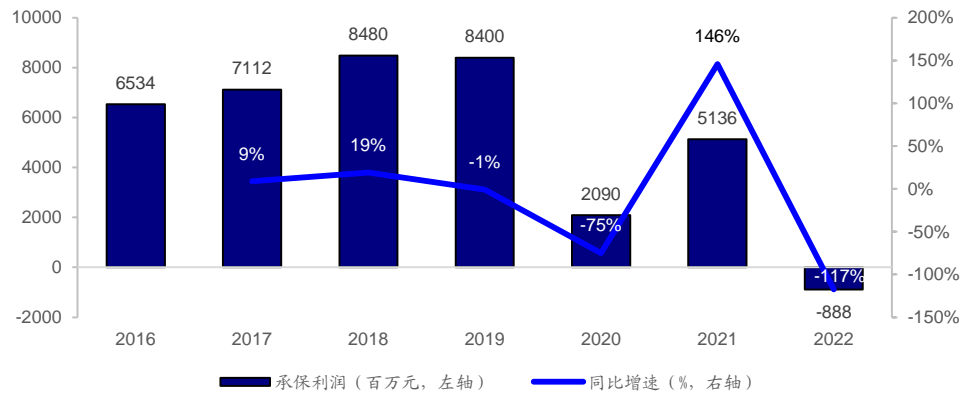
图53 平安产险的综合费用率整体高于同业



资料来源：上市险企历年年报，HTI

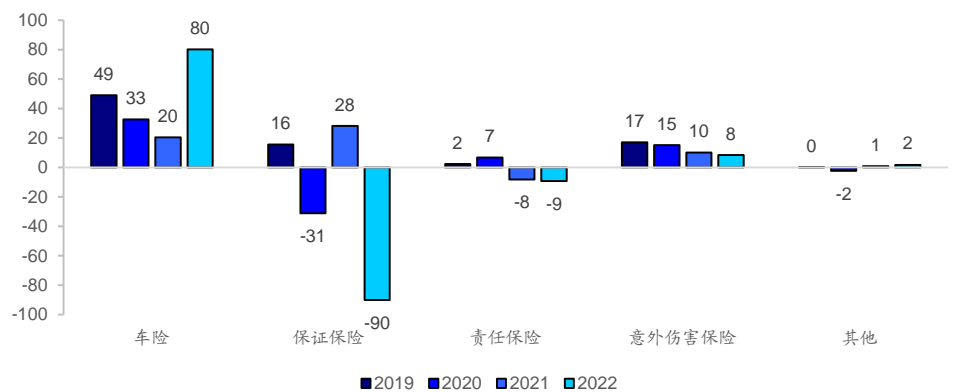
受综合成本率变动影响，近年来公司产险业务承保利润有所波动，其中 2022 年承保亏损 8.9 亿元，是近年来唯一一次承保亏损情况，主要受保证保险承保亏损 90.1 亿元影响，若剔除该因素影响，则 2022 年实现承保盈利 81.3 亿元，同比增长 58%。而车险业务 2022 年承保利润 80.3 亿元，同比大增 292%。

图54 2020 年以来平安产险承保利润有所波动



资料来源：中国平安历年年报，HTI

图55 2019 年以来平安产险各险种承保利润情况 (亿元)



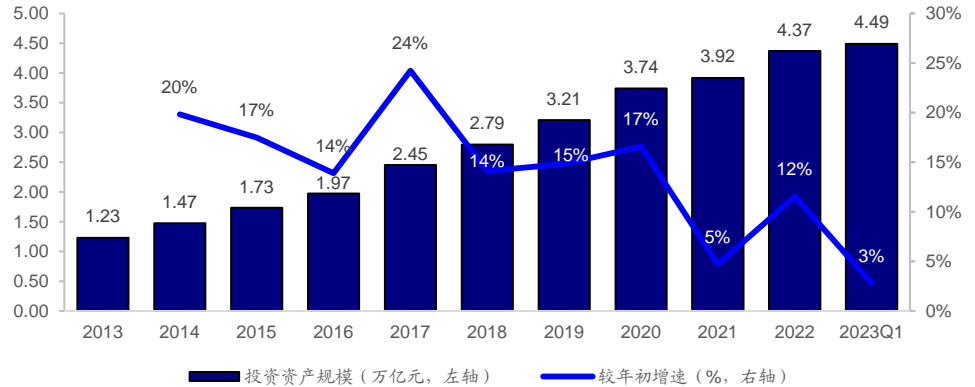
资料来源：中国平安历年年报，HTI

## 4. 投资业务：地产风险基本出清，长期收益率具有优势

### 4.1 资产配置结构整体稳定，不动产投资风险可控

**投资资产规模稳健增长。**中国平安投资资产规模由2013年的1.23万亿元增长至2022年的4.37万亿元，年均复合增速达15.1%。2023年一季度末，公司投资资产规模进一步提升至4.49万亿元，较年初增长2.8%。

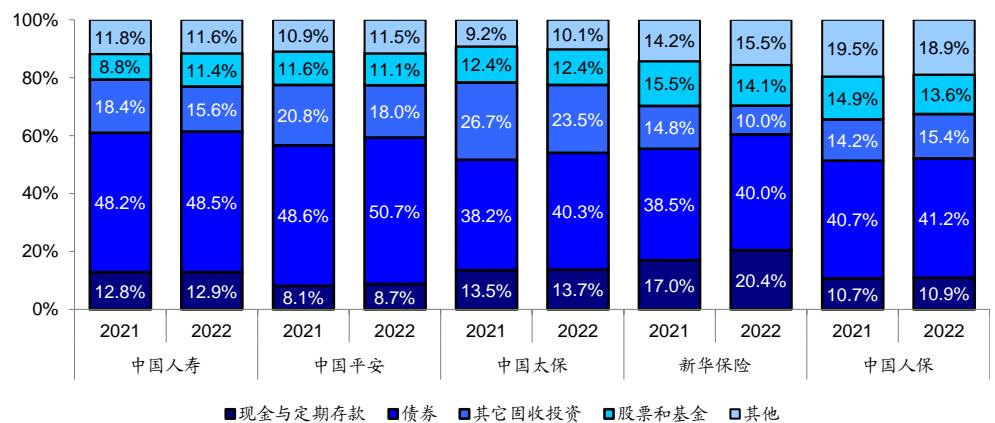
图56 2013年以来中国平安投资资产规模稳健增长



资料来源：中国平安历年年报、2023年一季度报，HTI

**平安采取“双哑铃型”配置结构，致力于创造穿越宏观经济周期的稳定投资收益。**公司持续优化保险资金资产负债匹配，积极应对利率下行、信用风险上行的挑战，继续增配国债、地方政府债等免税债券以及政策性金融债等长久期、低风险债券，维持灵活的资产负债联动机制，优化资产负债利率匹配。截至2022年末，中国平安投资资产中现金与定期存款/债权类/股权类/长股投/投资性物业占比分别为8.7%、71.2%、12.3%、4.7%和2.7%，分别同比+0.5pct、-0.5pct、-0.6pct、+0.6pct和+0.1pct。

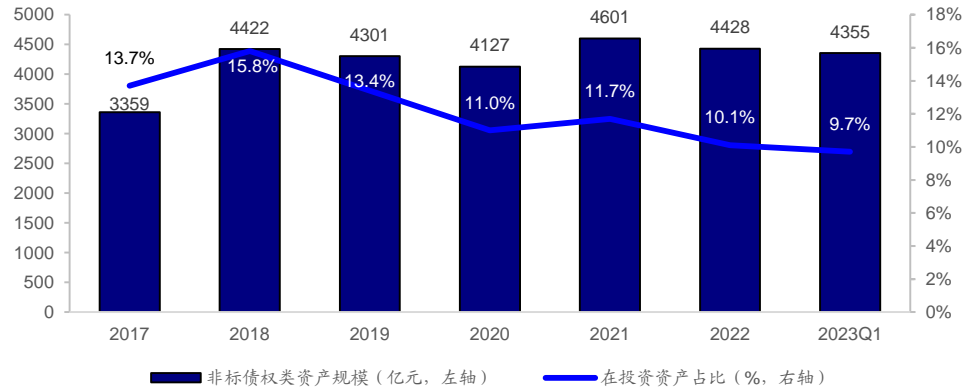
图57 2021-2022年上市险企投资资产配置结构



资料来源：上市险企2021-2022年年报，HTI

注：由于各公司资产分类口径存在差异，为方便对比，本图对各公司资产分类进行了简单调整，而前文数据采用中国平安分类口径，因此数据上并不完全相同。

**非标资产占比下降，资产信用水平较好。**截至2023年一季度末，平安保险资金组合投资的债权计划及债权型理财产品在总投资资产中占比为9.7%，较年初下降0.6pct。从信用水平上看，资产信用水平较好，2022年公司所持有的债权计划和信托计划外部信用评级96.1%以上为AAA、约1.2%为AA+；除部分高信用等级的主体融资免增信外，绝大部分项目都有担保或抵质押。

**图58 2018 年以来中国平安投资资产中非标债权占比整体下降**


资料来源：中国平安历年年报，HTI

注：2023Q1 数据为根据公司披露的总投资资产规模\*非标债权资产占比计算得来

**表 10 2022 年中国平安债权计划及债权型理财产品结构和收益率分布**

行业	投资占比 (%)	名义投资收益率 (%)	期限 (年)	剩余到期期限 (年)
基建	48.1	5.03	7.66	4.99
高速公路	11.0	5.16	8.06	3.60
电力	6.4	4.67	8.04	5.81
基建设施及园区开发	11.5	5.47	7.46	6.28
其他 (水务、环保、铁路投资等)	19.2	4.81	7.42	4.74
非银金融	18.9	5.38	6.42	2.95
不动产行业	13.6	5.03	4.77	2.70
煤炭开采	0.2	5.70	7.86	3.80
其他	19.2	4.77	5.94	3.72
合计	100.0	5.05	6.70	4.05

资料来源：中国平安 2022 年年报，HTI

我们认为，中国平安投资资产中与地产相关投资整体风险可控。

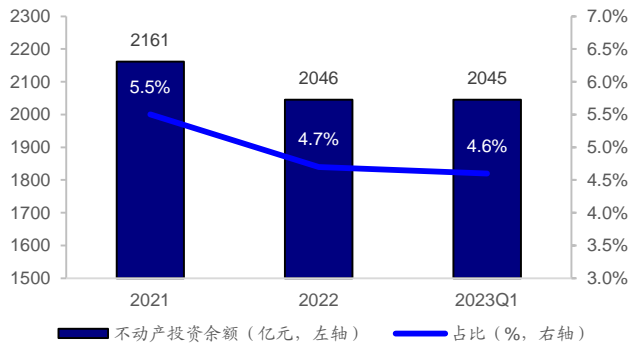
1) 从行业宏观环境看，地产行业风险正在逐步化解。2022 年四季度开始，地产行业政策发生阶段性调整。我们认为行业监管态度已经从此前“灰犀牛”定位转变为“软着陆”。政策目标调整后，“三支箭”、“金融十六条”、“保函置换预售监管”等供给侧政策暖风频吹。伴随政策有序推动，我们认为行业信心和企业主体信用将逐步恢复。

2) 我们认为华夏幸福相关资产减值已经较为充分。根据公司 2020 年业绩会披露数据，对华夏幸福投资的风险敞口为 540 亿元，包括股权投资 180 亿元，以及表内债权投资 360 亿元。2021 年公司已累计计提减值 432 亿元，其中股权类 159 亿元，债权类 273 亿元，计提比例约为 80%，我们预计减值计提已经较为充分。

3) 投资资产中不动产占比有所下降，以物权类资产为主风险可控。截至 2023 年一季度末，公司不动产投资余额 2045 亿元，在总投资资产中占比 4.6%，较年初下降 0.1pct。其中，物权、股权和债权分别占比 58%、22%和 20%，物权占比较年初提高 0.4pct。目前公司不动产投资中物权类占比将近 6 成，主要是有持续稳定回报的商办收租型物业，且持有的股权投资中约 70%是以项目公司股权形式投向收租型物权资产，我们认为整体风险相对可控。

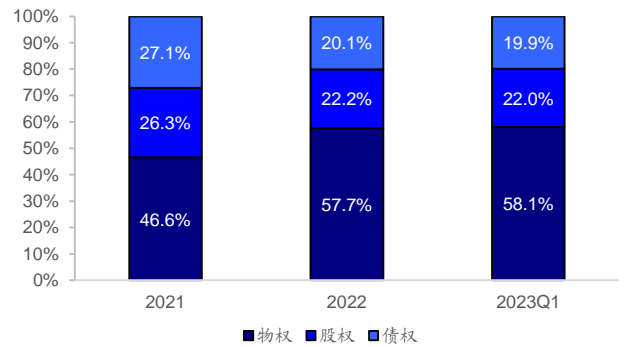


图59 2023年Q1末中国平安不动产投资占比继续下降



资料来源：中国平安 2021-2022 年年报、2023 年一季报，HTI

图60 2023年Q1末中国平安不动产投资中物权占比超过58%



资料来源：中国平安 2021-2022 年年报、2023 年一季报，HTI

## 4.2 历史投资收益率水平高于同业

历史投资收益率水平满足公司 EV 假设，且处于上市险企中领先位置。2013-2022 年中国平安平均总投资收益率为 5.3%，高于国寿(4.9%)，低于新华(5.4%)和太保(5.5%)；平均净投资收益率 5.3%，为上市四家寿险公司中最高。中国平安过去十年的平均总、净投资收益率水平超过公司内含价值长期投资回报假设 (5%)。

值得说明的是：1) 上市险企对于投资收益率的计算方法并不完全相同，特别是在平均投资资产规模的计算上存在一定差异，因此投资收益率的横向比较仅供参考。2) 2018 年以来中国平安总投资收益率的波动明显大于同业，主要是由于平安较早实施 I9 准则，自 2023 年起上市险企 (除中国人寿 A 股外) 均开始执行新会计准则，这一差异将得到消除。

表 11 上市险企近十年投资收益率表现

总投资收益率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	平均
中国人寿	4.9%	5.4%	6.2%	4.6%	5.2%	3.3%	5.2%	5.3%	5.0%	3.9%	4.9%
中国平安	5.1%	5.1%	7.8%	5.3%	6.0%	3.7%	6.9%	6.2%	4.0%	2.5%	5.3%
中国太保	5.0%	6.1%	7.3%	5.2%	5.4%	4.6%	5.4%	5.9%	5.7%	4.2%	5.5%
新华保险	5.2%	5.8%	7.5%	5.1%	5.2%	4.6%	4.9%	5.5%	5.9%	4.3%	5.4%
净投资收益率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	平均
中国人寿	4.5%	4.7%	4.3%	4.6%	4.9%	4.6%	4.6%	4.3%	4.4%	4.0%	4.5%
中国平安	5.1%	5.3%	5.8%	6.0%	5.8%	5.2%	5.2%	5.1%	4.6%	4.7%	5.3%
中国太保	5.0%	5.3%	5.2%	5.4%	5.4%	4.9%	4.9%	4.7%	4.5%	4.3%	5.0%
新华保险	5.0%	5.2%	4.9%	5.1%	5.1%	5.0%	4.8%	4.6%	4.3%	4.6%	4.9%

资料来源：上市险企历年年报，HTI

## 5. 投资建议：维持“优于大市”评级

### 5.1 内外因素共振，中国平安投资价值凸显

我们认为，当前寿险行业经营环境边际改善，叠加中国平安经营情况向好，内外部因素共振之下，公司投资价值凸显。

#### 1、外因：行业负债端持续复苏+地产板块压力缓解。

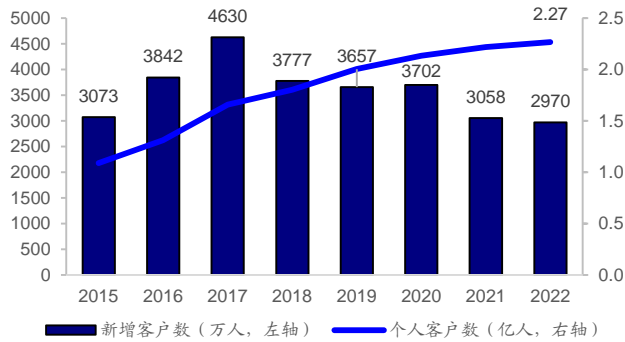
寿险行业负债端持续复苏，宏观经济修复将增强增长动能。寿险行业经历了连续三年的负债端业绩持续承压，我们认为主要是受到疫情冲击、保障型产品销售遇冷、代理人持续下滑等多重因素影响。自 2022 年末宏观经济逐步复苏，寿险行业经营环境显著改善。2023 年 2 月以来行业新单保费增速持续修复，我们认为主要是由于①银行理财等其他类别资产收益率下降，具有“保本保息”特点的储蓄类保险产品相对吸引力提升；②预定利率下调预期导致销售升温等因素影响。我们预计，当前保障型产品销售已经处于底部，储蓄类产品需求仍然旺盛，上市险企代理人规模降幅逐步收窄，未来伴随经济进一步复苏，行业负债端改善趋势将持续。

地产行业风险化解有序推进，利好险企资产端价值重估。自 2022 年四季度以来，地产行业监管政策转向，“三支箭”、“金融十六条”、“保函置换预售监管”等供给侧政策接连落地，行业风险化解有序推进，有助于地产行业信心和企业主体信用的逐步恢复。我们认为，地产板块风险的化解，利好提振对险企资产端风险的信心，从而推动对平安资产端价值评估的理性回归。

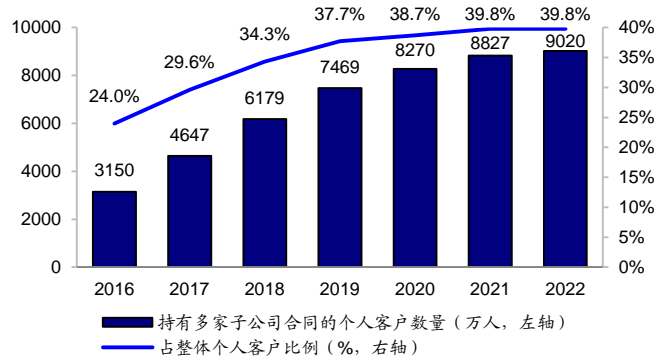
#### 2、内因：改革转型成效显著+独特综合金融优势+稳定的分红水平

改革转型成效显著，业务增长趋势性向好。公司持续推动“4 渠道+3 产品”的改革战略，多渠道并行发展格局初见雏形，代理人队伍质态显著提升，“保险+服务”获客、粘客效果逐步显现。2023 年一季度公司新业务价值实现同比正增长，同口径下同比增长 21.1%，增速明显高于同业。我们认为，2 月以来新单保费增速持续向好，公司二季度新业务价值增速有望继续提升，未来伴随宏观经济复苏，公司业绩的长期增长趋势已经较为明确。

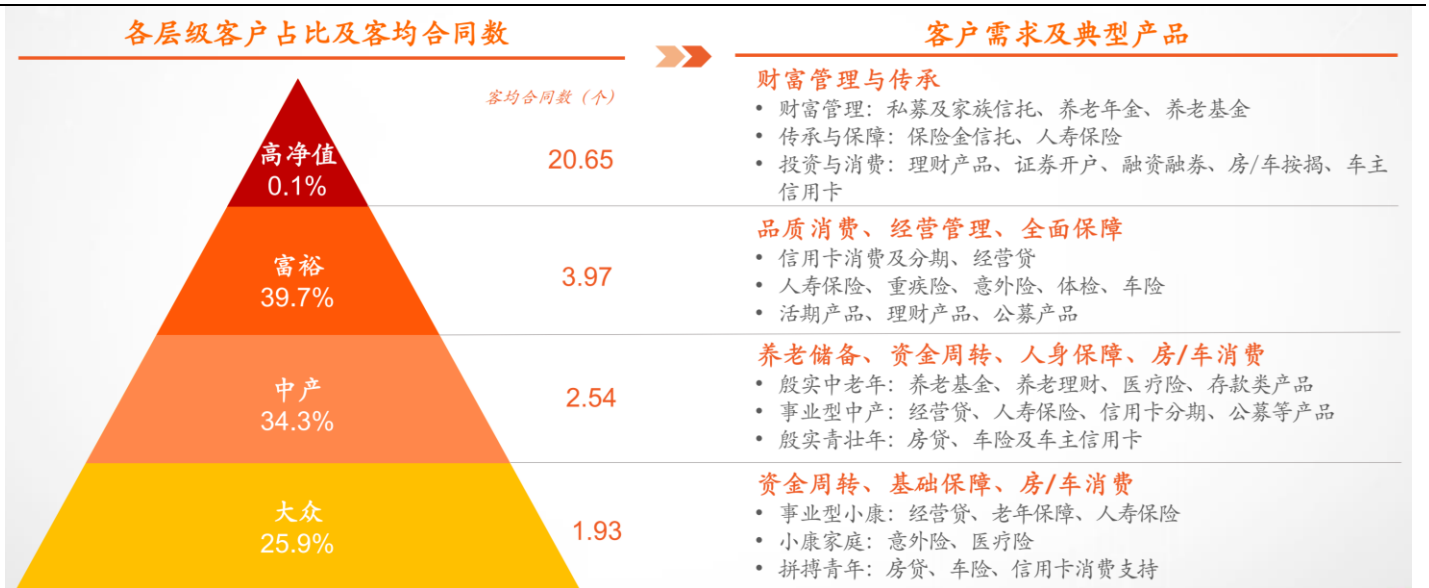
坐拥庞大客群基础，具备独特综合金融优势。近年来中国平安个人客户规模持续稳健增长，2021-2022 年新增客户数均在 3000 万人左右。2023 年一季度末，平安个人客户数近 2.29 亿人，较年初增长 0.9%，约是 2015 年的 2.1 倍；客均合同数 2.98 个，较年初增长 0.3%，约是 2015 年的 1.5 倍。同时，平安个人客户交叉渗透程度不断提升，有近 40% 的个人客户同时持有多家子公司合同。平安依托“一个客户、多种产品、一站式服务”的经营模式，利用科技及数据分析能力，实现对客户需求的精准洞察，通过产品和场景的匹配，提供一站式多渠道综合金融解决方案，实现客户的高效转化。个人客户数的持续增长、客均合同数的稳定增加和稳健的产品盈利能力已经成为平安个人业务持续增长的驱动力。

**图61 2022年中国平安新增客户数达2970万人**


资料来源：中国平安历年年报，HTI

**图62 2016年以来中国平安交叉销售效果明显**


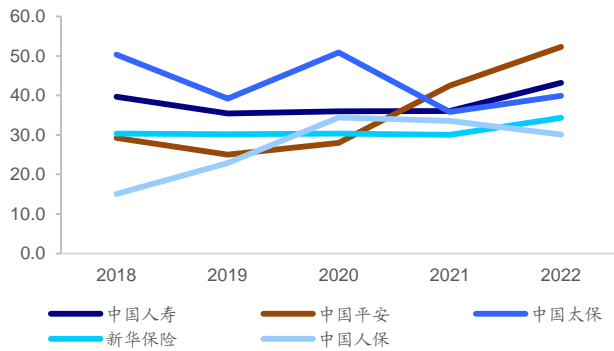
资料来源：中国平安历年年报，HTI

**图63 中国平安各层级客户及对应产品服务情况**


资料来源：公司官网，HTI

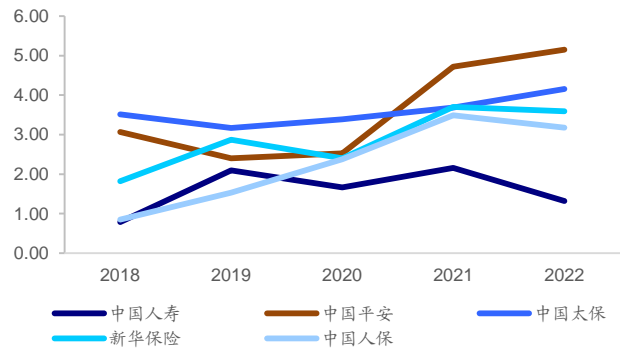
**分红率水平稳中有升，股息率高于同业。**中国平安对外分红参考归母营运利润增幅厘定，过去五年基于归母营运利润计算的现金分红比例在 27.9%-29.5%，处于稳中有升的趋势。自 2020 年以来，基于归母净利润的分红比例明显提升，2022 年高达 53.6%，股息率亦显著提高，2022 年达到 5.15%，分红比例与股息率水平均高于上市同业。我们认为，新会计准则实施后，上市险企净利润波动或将进一步加剧，而中国平安以营运利润指标为分红基础，或具有更强的稳定性。

图64 2018-2022 年上市险企分红率水平 (%)



资料来源: wind, HTI

图65 2018-2022 年上市险企股息率水平 (%)



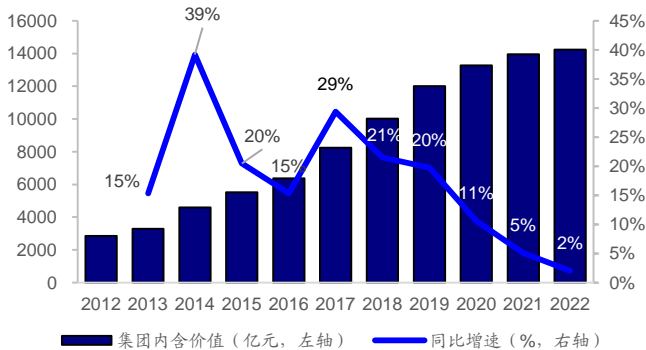
资料来源: wind, HTI

## 5.2 盈利预测: 预计 23/24/25 年 EV 分别同比+8.8%/9.1%/8.8%

对于寿险公司估值通常采用 PEV 法, 以内含价值评估结果为基础。

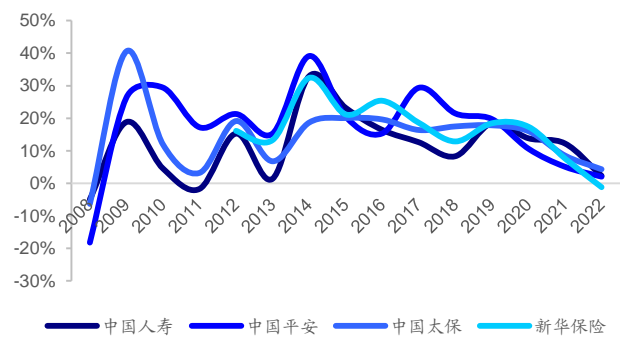
近十年中国平安内含价值增速高于同业。中国平安集团内含价值由 2012 年的 2859 亿元增长至 2022 年的 14238 亿元, 十年间复合增速达 17.4%, 高于新华保险 (16.2%)、中国太保 (14.4%) 和中国人寿 (13.8%)。2020 年以来, 公司内含价值增速有所放缓, 2022 年同比仅增长 2%, 我们认为主要是受新业务价值贡献减弱、投资偏差持续负贡献等因素影响, 预计伴随公司 NBV 增速转正、宏观经济逐步复苏, 公司内含价值增速有望回归常态。

图66 2012 年以来中国平安内含价值及增速



资料来源: 中国平安历年财报, HTI

图67 2008 年以来上市险企内含价值增速情况



资料来源: 上市险企历年财报, HTI

表 12 近十年上市险企 EV 变动分析

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国人寿	EV预期回报/期初EV	10.5%	11.0%	9.9%	9.3%	8.0%	8.2%	8.4%	8.1%	7.9%	7.5%
	NBV (分散效应) /期初EV	6.3%	6.8%	6.9%	8.8%	9.2%	6.7%	7.4%	6.2%	4.2%	3.0%
	投资偏差/期初EV	-6.8%	11.5%	4.5%	-5.5%	-0.7%	-6.1%	4.0%	2.6%	-0.3%	-8.1%
	其他/期初EV	-8.7%	3.7%	1.8%	3.8%	-4.0%	-0.6%	-1.3%	-3.0%	0.4%	-0.1%
	合计	1.4%	32.9%	23.2%	16.4%	12.6%	8.3%	18.5%	13.8%	12.2%	2.3%
中国平安 (集团)	EV预期回报/期初EV	5.8%	5.8%	5.4%	4.9%	5.0%	5.5%	5.8%	5.5%	5.3%	5.1%
	NBV (分散效应) /期初EV	6.5%	6.7%	6.8%	12.4%	13.8%	11.3%	9.0%	4.8%	3.3%	2.4%
	投资偏差/期初EV	0.5%	6.5%	2.5%	-0.1%	4.7%	-1.5%	3.2%	-0.5%	-1.9%	-2.9%
	其他/期初EV	2.6%	20.1%	5.8%	-1.9%	5.9%	6.2%	1.8%	0.8%	-1.6%	-2.6%
	合计	15.3%	39.2%	20.5%	15.3%	29.4%	21.5%	19.8%	10.6%	5.1%	2.0%
平安寿险	EV预期回报/期初EV	9.3%	9.4%	9.3%	8.4%	8.8%	9.1%	9.4%	8.7%	8.5%	8.1%
	NBV (分散效应) /期初EV	10.4%	11.0%	11.8%	21.0%	24.5%	18.8%	14.7%	7.6%	5.3%	3.8%
	投资偏差/期初EV	0.8%	10.5%	4.4%	-0.2%	8.4%	-2.5%	5.2%	-0.8%	-3.0%	-4.6%
	其他/期初EV	-6.1%	-0.8%	-1.8%	-19.0%	-3.9%	-1.9%	-5.8%	-6.7%	-4.5%	-7.5%
	合计	14.4%	30.1%	23.7%	10.2%	37.8%	23.5%	23.5%	8.9%	6.3%	-0.2%
中国太保 (集团)	EV预期回报/期初EV	6.6%	7.1%	7.5%	6.7%	7.0%	7.1%	7.0%	6.9%	6.7%	6.3%
	NBV (分散效应) /期初EV	5.5%	6.0%	6.9%	11.1%	12.1%	10.2%	7.9%	5.0%	3.2%	2.0%
	投资偏差/期初EV	-2.3%	4.2%	2.0%	-0.5%	0.4%	0.1%	1.5%	1.6%	-0.3%	-3.6%
	其他/期初EV	-3.1%	1.4%	3.6%	2.3%	-3.1%	0.0%	1.5%	2.5%	-1.0%	-0.5%
	合计	6.7%	18.6%	20.0%	19.6%	16.4%	17.5%	17.8%	16.0%	8.5%	4.3%
太保寿险	EV预期回报/期初EV	10.6%	10.7%	10.4%	9.3%	9.7%	9.7%	9.3%	9.1%	9.2%	8.6%
	NBV (分散效应) /期初EV	8.8%	9.0%	9.6%	15.3%	16.8%	14.0%	10.5%	6.7%	4.3%	2.8%
	投资偏差/期初EV	-3.6%	6.3%	2.8%	-0.6%	0.5%	0.1%	2.0%	2.1%	-0.4%	-4.9%
	其他/期初EV	-1.7%	3.3%	-1.9%	-4.4%	-9.1%	-3.1%	-3.5%	-6.2%	-2.7%	-0.7%
	合计	14.1%	29.2%	20.8%	19.5%	17.9%	20.7%	18.2%	11.7%	10.3%	5.7%
新华保险	EV预期回报/期初EV	10.1%	12.1%	10.1%	10.7%	9.7%	9.2%	9.2%	8.8%	8.0%	7.7%
	NBV (分散效应) /期初EV	7.4%	7.6%	7.8%	10.1%	9.3%	8.0%	5.6%	4.5%	2.5%	0.9%
	投资偏差/期初EV	-0.4%	18.0%	9.2%	-4.3%	0.2%	-3.8%	4.8%	4.3%	-0.6%	-6.9%
	其他/期初EV	-3.9%	-5.3%	-5.9%	8.7%	-0.7%	-0.5%	-1.2%	-0.3%	-2.4%	-3.0%
	合计	13.3%	32.4%	21.1%	25.3%	18.6%	12.8%	18.4%	17.3%	7.6%	-1.3%

资料来源：上市保险公司 2013-2022 年年报，HTI

### 我们对于中国平安内含价值的预测方法如下：

假设：2023-2025 年，1) 期初内含价值的预计回报率均为 8.0%。2) NBV 增速分别为 +20.4%、+14.3%、+16.5%。3) 集团股东分红/归母净利润比例为 40%。4) 假设及模型变动、市场价值调整影响、投资回报差异和营运经验差异均为 0。

测算结果：2023-2025 年，中国平安集团期末内含价值分别为 15485 亿元、16888 亿元、18380 亿元，同比增加 8.8%、9.1%和 8.8%，对应每股内含价值分别为 85.04 元、92.74 元、100.93 元。



表 13 中国平安内含价值测算 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>寿险业务期初内含价值</b>	757490	824574	876490	874786	984108	1107140
年初内含价值的预计回报	66121	70364	71212	69983	78729	88571
新业务价值创造	57571	43760	33454	39339	44303	50834
其他变动	-56607	-62207	-106371	-	-	-
<b>寿险业务期末内含价值</b>	824574	876490	874786	984108	1107140	1246546
<b>其他业务期初的调整净资产</b>	443043	503538	519018	548977	564432	581740
其他业务当年净利润	48081	42150	35286	54898	67732	69809
股东分红	-38241	-41469	-43820	-39443	-50423	-60140
其他变动	50654	14800	38493	-	-	-
<b>其他业务期末的调整净资产</b>	503538	519018	548977	564432	581740	591409
<b>集团期末内含价值</b>	1328112	1395508	1423763	1548540	1688881	1837955
<b>每股内含价值 (元)</b>	72.93	76.63	78.18	85.04	92.74	100.93
YoY	10.6%	5.1%	2.0%	8.8%	9.1%	8.8%

资料来源: 中国平安 2020-2022 年年报, HTI 预测

**估值仍低, “优于大市”评级。** 我们看好公司寿险改革成果逐步释放、队伍质态持续改善, 预计伴随宏观经济好转, 保险消费需求回暖亦将有利于带动公司业绩持续增长。截至 2023 年 7 月 27 日, 公司股价对应 2023E PEV 0.59x。我们给予 0.75 倍 2023E PEV, 目标价 59.53-63.78 元, “优于大市”评级。

**风险提示: 长端利率趋势性下行; 新单保费增长不达预期。**

表 14 上市保險公司估值及盈利預測

證券簡稱		價格 (元)		EV (元)				1YrVNB (元)			
A 股	人民幣	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E		
中國平安-A	49.88	76.63	78.18	85.04	92.74	2.08	1.58	1.91	2.18		
中國人壽-A	34.47	42.56	43.54	47.72	52.26	1.58	1.27	1.41	1.60		
新華保險-A	42.26	82.97	81.93	88.73	96.65	1.92	0.78	0.85	0.95		
中國太保-A	28.89	51.80	54.01	59.73	66.82	1.39	0.96	1.05	1.15		
中國人保-A	6.34	6.25	6.41	7.32	8.41	0.09	0.08	0.09	0.10		

證券簡稱		價格		P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民幣	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E		
中國平安-A	49.88	0.65	0.64	0.59	0.54	-12.86	-17.91	-18.41	-19.66		
中國人壽-A	34.47	0.81	0.79	0.72	0.66	-5.11	-7.12	-9.41	-11.10		
新華保險-A	42.26	0.51	0.52	0.48	0.44	-21.24	-51.07	-54.39	-57.35		
中國太保-A	28.89	0.56	0.53	0.48	0.43	-16.43	-26.26	-29.30	-32.91		
中國人保-A	6.34	1.01	0.99	0.87	0.75	1.00	-0.79	-10.81	-20.53		

證券簡稱		價格		EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民幣	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E		
中國平安-A	49.88	5.58	4.60	5.41	6.92	44.61	47.15	49.91	54.73		
中國人壽-A	34.47	1.80	1.14	1.37	1.82	16.93	15.43	16.78	18.27		
新華保險-A	42.26	4.79	3.15	4.15	5.56	34.78	32.98	36.33	42.44		
中國太保-A	28.89	2.79	2.56	3.05	3.29	23.57	23.75	26.65	29.82		
中國人保-A	6.34	0.49	0.55	0.68	0.80	4.96	5.01	5.66	6.41		

證券簡稱		價格		P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民幣	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E		
中國平安-A	49.88	8.94	10.84	9.22	7.21	1.12	1.06	1.00	0.91		
中國人壽-A	34.47	19.13	30.37	25.15	18.98	2.04	2.23	2.05	1.89		
新華保險-A	42.26	8.82	13.42	10.17	7.60	1.22	1.28	1.16	1.00		
中國太保-A	28.89	10.36	11.29	9.48	8.79	1.23	1.22	1.08	0.97		
中國人保-A	6.34	12.96	11.49	9.30	7.94	1.28	1.27	1.12	0.99		

資料來源：保險公司歷年財報，WIND，HTI（基於 2023 年 7 月 27 日收盤價）

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					寿险保费	543014	598464	658814	725492
每股收益	4.60	5.41	6.92	8.26	非寿险保费	298531	328384	354655	383027
每股净资产	47.15	49.91	54.73	60.44	总保费及管理费收入	841545	926848	1013469	1108519
每股内含价值	78.18	85.04	92.74	100.93	减: 分出保费	21967	24210	26652	29349
每股新业务价值	1.58	1.91	2.18	2.54	净保费收入	819578	902638	986817	1079170
<b>价值评估 (倍)</b>					减: 净提取未到期责任准备金	5248	38276	30769	33357
P/E	10.84	9.21	7.21	6.04	已赚净保费	814330	864362	956048	1045813
P/B	1.06	1.00	0.91	0.83	投资收益	39710	66209	64542	76564
P/EV	0.64	0.59	0.54	0.49	<b>营业收入</b>	<b>1110568</b>	<b>1208825</b>	<b>1314746</b>	<b>1433494</b>
VNBX	-17.88	-18.45	-19.68	-20.12	赔付及保户利益	598525	624182	650371	723333
<b>盈利能力指标 (%)</b>					保险业务综合费用	405646	435993	469587	495762
净投资收益率	4.70%	4.75%	5.00%	5.00%	<b>营业费用</b>	<b>1004171</b>	<b>1060175</b>	<b>1119958</b>	<b>1219096</b>
总投资收益率	2.50%	4.90%	5.74%	5.74%	<b>营业利润</b>	<b>106397</b>	<b>148651</b>	<b>194788</b>	<b>214398</b>
净资产收益率	9.76%	10.85%	12.65%	13.66%	<b>税前利润</b>	<b>105893</b>	<b>148651</b>	<b>194788</b>	<b>214398</b>
总资产收益率	0.75%	0.84%	1.02%	1.16%	所得税	(1617)	14865	19479	21440
财险综合成本率	100.30%	99.06%	98.33%	97.78%	<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>83774</b>	<b>98608</b>	<b>126058</b>	<b>150349</b>
财险赔付率	69.90%	70.80%	69.22%	68.27%	少数股东损益	23658	35178	49252	42609
财险费用率	30.40%	28.26%	29.11%	29.51%					
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
净利润增长率	-17.56%	17.71%	27.84%	19.27%	现金及存款投资	378650	459157	483333	511761
内含价值增长率	2.02%	8.76%	9.06%	8.83%	债权投资	3111037	2938606	3093332	3275270
新业务价值增长率	-20.40%	20.42%	14.30%	16.46%	股权投资	536428	872399	918333	972346
<b>偿付能力充足率 (%)</b>					其他投资	342285	321410	338333	358233
偿付能力充足率 (集团)	218%	219%	220%	221%	总投资资产	4368400	4591572	4833332	5117609
偿付能力充足率 (寿险)	220%	221%	222%	223%	分保资产	37247	39482	41851	44362
偿付能力充足率 (产险)	220%	221%	222%	223%	其他资产	6731521	7152471	7454101	7772649
<b>内含价值 (百万元)</b>					<b>资产总计</b>	<b>11137168</b>	<b>11783524</b>	<b>12329283</b>	<b>12934620</b>
调整后净资产	923057	1061516	1220743	1403854	保险合同负债	2742989	2972774	3214178	3490285
有效业务价值	500706	487024	468138	434101	投资合同负债	875529	965299	1064121	1172944
内含价值	1423763	1548540	1688881	1837955	次级债	931098	931098	931098	931098
一年新业务价值	28820	34705	39669	46200	其他负债	5412254	5653216	5721121	5794482
核心内含价值回报率 (%)	26%	26%	26%	126%	<b>负债总计</b>	<b>9961870</b>	<b>10522387</b>	<b>10930518</b>	<b>11388809</b>
<b>寿险新业务保费 (百万元)</b>					实收资本	18280	18210	18210	18210
趸缴新单保费	-	-	-	-	归属于母公司股东权益	858675	908836	996710	1100643
期缴新单保费	-	-	-	-	少数股东权益	316623	352302	402055	445168
新业务合计	138994	152653	167137	183082	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>11137168</b>	<b>11783524</b>	<b>12329283</b>	<b>12934620</b>
新业务保费增长率 (%)	-7.4%	9.8%	9.5%	9.5%					
标准保费	-	-	-	-					
标准保费增长率 (%)	-	-	-	-					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 27 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), HTI

## APPENDIX 1

### Summary

#### Investment Highlights:

China Ping An, founded in 1988, has developed into one of China's largest financial insurance groups. It outperforms its listed peers with an average ROE of 17.8% over the past decade. It serves nearly 229 million customers, with steady growth in customer base and average number of contracts per customer forming the basis for continuous business growth.

**Life Insurance:** The reform and transformation results are gradually evident. The average per capita New Business Value (NBV) and income of the agent team increased by 22.1% and 22.5% respectively in 2022. Medical health services attract and retain customers effectively. Home-based elderly care services cover 47 cities, benefiting over 40,000 people. Premiums and NBV grew, expected to benefit from savings-oriented insurance products and anticipation of interest rate reduction. The company's NBV growth turned positive in 2023 Q1, 21.1% YoY, leading the industry.

**Property Insurance:** Solid business foundation, short-term bearishness doesn't affect long-term prospects. Ping An's Auto Insurance, Non-auto insurance, and Health insurance have grown at respective compound annual growth rates (CAGR) of 3.4%, 13.4% and 29.3% in the past five years. We expect that auto insurance premiums will continue to maintain steady growth with the new car sales warming and the penetration of new energy vehicles increasing. Guarantee Insurance's drag impacted 2022, however, we expect the negative effects will gradually abate in 2023.

**Investments:** Real estate risks have been largely eliminated. The company adopted a "double dumbbell" structure, optimizing the asset-liability match. We believe that the real estate risks within the company's investment assets have been largely cleared: 1) The real estate industry's policy environment tends to be relaxed. 2) More than 80% of the impairment provisions for related assets of China Fortune Land Development have been made. 3) By the end of Q1 2023, real estate assets accounted for 4.6%, with nearly 60% as physical asset class, risk is relatively controllable. Over the past decade, the company's average total/net investment returns were around 5.3%, leading among the listed insurance companies.

The valuation remains low, with an "Outperforms" rating. With the gradual release of the results of life insurance reforms and the continuous improvement in the quality of the team, we expect that the warming of insurance consumption demand accompanying macroeconomic improvement will also benefit the company's continued performance growth. As of July 27, 2023, the company's stock price corresponds to a 2023E PEV of 0.59x. We give a 0.75 times 2023E PEV with a target price of RMB 63.78, an "Outperforms" rating.

**Risk warnings:** Long end interest rate downward trend; new premium growth below expectations.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孙婷，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Ting Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Wangjie OU，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Wangjie OU, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

平安资产管理有限责任公司, 2328.HK, 000001.CH, 601825.CH, 1299.HK, 601336.CH, 601319.CH, 601601.CH, 601628.CH 及 601288.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

平安资产管理有限责任公司, 2328.HK, 000001.CH, 601825.CH, 1299.HK, 601336.CH, 601319.CH, 601601.CH, 601628.CH and 601288.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

2328.HK 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

2328.HK is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从平安资产管理有限责任公司, 经查, 统计期内, 中国人民财产保险股份有限公司大连市分公司、上海市分公司、巫溪支公司, 在海通资源做过场外衍生品交易, 1299.HK, 601336.CH, 601319.CH, 601601.CH 及 601628.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 平安资产管理有限责任公司, 经查, 统计期内, 中国人民财产保险股份有限公司大连市分公司、上海市分公司、巫溪支公司, 在海通资源做过场外衍生品交易, 1299.HK, 601336.CH, 601319.CH, 601601.CH and 601628.CH.

海通国际证券集团有限公司（“海通国际”）有雇员或与关联人士担任 601601.CH 的职员。

Haitong International Securities Group Ltd. ("Haitong International") having an individual employed by or associated with Haitong International serving as an officer of 601601.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

评级分布 Rating Distribution



海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

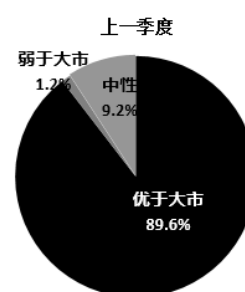
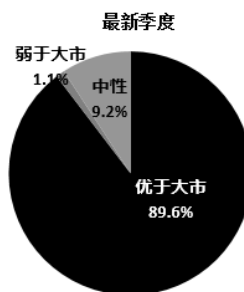
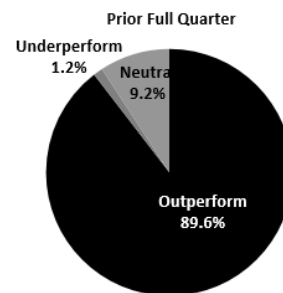
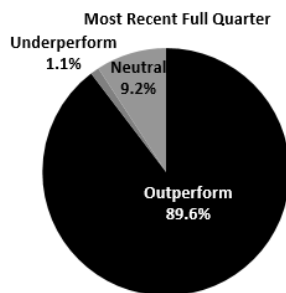
### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**



### 截至 2023 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	10.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

## Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	10.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究:** 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为进行了股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」)，ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

### 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISGL, HTSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a



change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards

and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein



without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

## Ping An Insurance - 601318 CH



1. 3 Sep 2020 OUTPERFORM at 76.38 target 102.38.
2. 26 Oct 2020 OUTPERFORM at 82.2 target 102.38.
3. 28 Oct 2020 OUTPERFORM at 81.07 target 101.81.
4. 18 Jan 2021 OUTPERFORM at 86.9 target 110.45.
5. 5 Feb 2021 OUTPERFORM at 79.62 target 102.15.
6. 5 Feb 2021 OUTPERFORM at 79.62 target 102.15.
7. 23 Apr 2021 OUTPERFORM at 74.37 target 101.05.
8. 4 May 2021 OUTPERFORM at 72.5 target 101.05.
9. 27 Aug 2021 OUTPERFORM at 50.32 target 72.54.
10. 8 Oct 2021 OUTPERFORM at 48.36 target 72.54.
11. 28 Oct 2021 OUTPERFORM at 51.65 target 70.57.
12. 28 Jan 2022 OUTPERFORM at 50.79 target 62.73.
13. 19 Mar 2022 OUTPERFORM at 47.93 target 61.07.
14. 1 May 2022 OUTPERFORM at 44.56 target 58.25.
15. 24 Aug 2022 OUTPERFORM at 40.72 target 58.25.
16. 27 Oct 2022 OUTPERFORM at 37.67 target 58.25.
17. 19 Feb 2023 OUTPERFORM at 48.8 target 59.87.
18. 16 Mar 2023 OUTPERFORM at 45.95 target 58.92.
19. 27 Apr 2023 OUTPERFORM at 50.37 target 59.05.