

# 改革深化推进，静待巨擘起航

## ——中国平安首次覆盖报告

### 报告起因

- 中国平安正处于改革的关键节点，改革并非易事。站在当前时点，围绕着市场最为关注的四个问题，我们用历史作参考，以变化来展望，认为中国平安长期配置价值凸显。

### 核心观点

- **寿险改革前景如何？财险业务何时可以复苏？** 公司三次大的改革转型均领先于行业，虽新单与价值率短期经历阵痛，但代理人产能在规模下滑的情况下保持稳定且略有抬升，我们认为公司有望在明年实现渠道、产品、经营的全面转型升级，扎实的存量业务也给予内含价值稳定的增长动能。车险虽在疫情影响下有所下滑，但在商车费改一周年到来之际已无继续下行压力，信用保证险主动收缩规模同时 COR 大幅改善，意健险也在激活居民保障意识的过程中也迎来较快增长，我们预计财险保费与质态有望实现同步提升。
- **稳健的投资回报是否可以持续？金融科技未来出路何在？** 公司长期投资回报稳健且优于市场，虽短期部分地产风险项目暴雷导致悲观情绪蔓延，但公司已充分计提减值且随着偿债方案推动有望实现冲回，多元资产布局也会带来更为稳健的风险与收益匹配。公司科技投入较为稳定，一方面科技赋能传统金融带来数字化转型成效显著，另一方面科技子公司逐步孵化，正从场景到盈利四阶段全面推进，对公司价值有较强的提振效应。
- **自上而下共享公司成长，交叉销售效应逐步体现。** 优异的股权结构赋予管理层更大的决策灵活性，市场化激励机制也使得管理层、员工与股东利益相绑定，保证了长期战略的有效落地。以客户为中心的经营理念，结合持续推进的综合金融战略，交叉销售效应逐步凸显，稳中突破的个人业务和持续发展的团体业务都是集团利润增长和发展进步的核心驱动因素。

### 财务预测与投资建议

- 采用 SOTP 估值法对公司整体价值进行评估，预期 2022 年目标市值为 13023 亿元，目标价为 71.24 元/股，对应集团 2022 年 P/EV 估值为 0.78x，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 新单销售不及预期，长端利率持续下行，权益市场大幅波动，股权投资计提减值风险，政策风险。

#### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
已赚保费(百万元)	748,779	757,599	774,974	802,437	844,553
同比增长	10%	1%	2%	4%	5%
总投资收益(百万元)	77,497	124,701	81,441	110,646	138,433
同比增长	4%	61%	-35%	36%	25%
归母净利润(百万元)	149,407	143,099	123,379	152,151	179,443
同比增长	39%	-4%	-14%	23%	18%
每股收益(元)	8.41	8.04	6.75	8.32	9.82
每股 NBV(元)	4.15	2.71	2.31	2.49	2.80
每股集团 EV(元)	65.67	72.65	80.84	91.26	103.11
隐含 P/EV	0.74	0.67	0.60	0.54	0.47
ROE	22.2%	18.8%	15.1%	17.0%	17.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

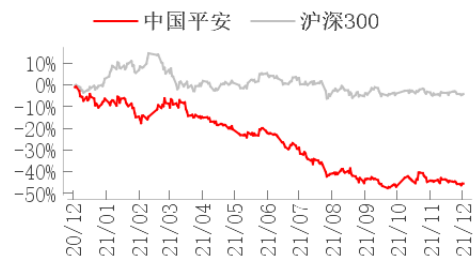


东方证券  
ORIENT SECURITIES

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年12月02日)	48.88 元
目标价格	71.24 元
52周最高价/最低价	90.24/46.54 元
总股本/流通 A 股(万股)	1,828,024/1,828,024
A 股市值(百万元)	893,538
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021年12月02日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.05	-2.26	-3.63	-45.5
相对表现	2.79	2.96	5.19	-35.16
沪深 300	-3.84	-5.22	-8.82	-10.34



资料来源：WIND、东方证券研究所

#### 证券分析师

陶圣禹

021-63325888\*1818

taoshengyu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070002

#### 证券分析师

唐子佩

021-63325888\*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

# 目录

前言 .....	6
1. 作为行业领跑者，三次改革后的寿险业务前景如何？ .....	8
1.1 改革历程：始终保持战略前瞻，引领行业改革转型 .....	8
1.1.1 首次改革：学习台湾模式，推动“本土化”落地 .....	8
1.1.2 二次改革：移植欧美模式，加速“国际化”接轨 .....	9
1.2 三次改革：业绩承压，剑指科技赋能和价值经营 .....	9
1.2.1 改革缘由：人口、需求、市场环境剧变，传统模式已无法持续 .....	9
1.2.2 改革成效：聚焦渠道、产品、经营三方面升级 .....	11
1) 渠道改革：“1+4”改革项目初见成果 .....	12
2) 产品改革：完善综合金融+，推动寿险服务+ .....	13
2. 商车费改叠加疫情影响，财险业务何时可以复苏？ .....	14
2.1 车险：占比逐渐下降，盈利能力行业领先 .....	15
2.2 非车险：保费快速增长，综合成本率优于行业 .....	16
3. 风险事件暴雷，稳健的投资回报是否可以持续？ .....	18
3.1 长期回报稳健且优于市场，投资管理策略具备竞争力 .....	18
3.2 汇丰业绩反弹恢复派息，华夏幸福悲观情绪基本出清 .....	19
3.3 参与方正集团重组，夯实医疗生态圈建设 .....	20
3.4 收购来福士优质项目，匹配长久期配置需求 .....	21
4. 持续投入的金融科技，未来出路在哪？ .....	22
4.1 科技赋能传统金融，数字化成效逐步显现 .....	23
4.2 科技子公司逐步孵化，从场景到盈利四阶段全面推进 .....	24
5. 治理结构优异，自上而下共享公司成长 .....	26
5.1 独特的股权结构塑造稳定优质的管理层 .....	26
5.2 市场化奖惩机制锤炼强而有力的执行力 .....	28
5.3 完善的人才体系护航集团稳定未来发展 .....	29
6. 客户经营体系稳健，交叉销售效应持续凸显 .....	30

6.1 个人客户经营体系稳中突破，交叉销售持续发力.....	30
6.2 团体业务蓄势待发，客户资源持续转化.....	32
<b>7. 盈利预测与投资建议.....</b>	<b>33</b>
7.1 盈利预测.....	33
7.2 投资建议.....	36
<b>8. 风险提示.....</b>	<b>38</b>

## 图表目录

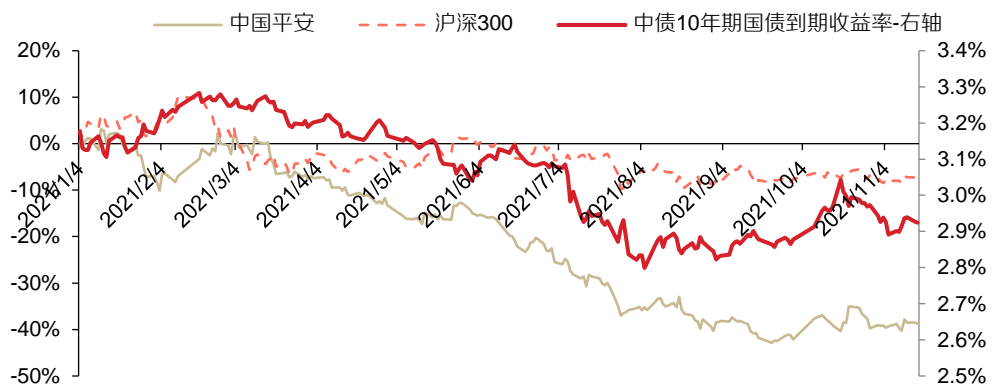
图 1：中国平安今年以来股价表现 .....	6
图 2：平安借助“外资、外体与外脑”的发展历程 .....	9
图 3：我国劳动人口占比下降，总抚养比上升 .....	10
图 4：我国保险代理人数量出现回落 .....	10
图 5：国民财富配置方式选择更加多元 .....	10
图 6：对比成熟市场，我国寿险市场目前产品结构较为单一（2017 年） .....	10
图 7：平安第三次改革关键节点 .....	11
图 8：平安寿险 NBV 及首年保费现承压态势 .....	12
图 9：平安寿险代理人规模变化 .....	12
图 10：平安寿险代理人产能变化 .....	12
图 11：平安寿险“保险+健康管理”产品改革策略 .....	13
图 12：平安寿险“保险+高端养老”产品改革策略 .....	14
图 13：平安产险保费规模 .....	14
图 14：各险企产险保费收入增速情况 .....	14
图 15：各险企产险综合成本率表现 .....	15
图 16：平安产险综合成本率拆分 .....	15
图 17：平安产险业务中车险占比逐步下降 .....	15
图 18：平安车险业务 2021 上半年降幅持续收窄 .....	15
图 19：各险企车险综合成本率 .....	16
图 20：平安非车险保费收入及同比增速 .....	17
图 21：平安保证险 COR 优于人保 .....	17
图 22：上市险企总投资收益率表现 .....	18
图 23：上市险企净投资收益率表现 .....	18
图 24：中国平安投资管理策略 .....	18
图 25：中国平安投资与风险管理体系核心竞争力 .....	18
图 26：北大医学院医疗机构情况 .....	20
图 27：平安参与方正重组可夯实医疗生态圈建设 .....	21
图 28：中国平安申请专利数 .....	22
图 29：中国平安近 3 年累计 60 个国际比赛第一 .....	22
图 30：“金管家”APP 注册数与线上触客量同步上涨 .....	23
图 31：平安好车主 APP 注册用户及累计绑车车辆 .....	24
图 32：平安科技公司孵化的四个阶段（2020 年） .....	24
图 33：金融壹账通历年服务银行及保险客户数 .....	25

图 34：平安好医生注册用户数与累计咨询量 .....	25
图 35：主要科技子公司营业收入表现（百万元人民币） .....	25
图 36：陆金所净利润表现（2020 年扣除 C 轮重组影响） .....	26
图 37：汽车之家净利润表现 .....	26
图 38：中国平安股权变更历史 .....	26
图 39：主要决策管理层管理年限均较长 .....	27
图 40：2020 年平安员工学历水平构成 .....	29
图 41：平安员工本科以上学历占比情况 .....	29
图 42：平安历年专利申请数（个） .....	30
图 43：2020 平安科技类员工占比达 30.8% .....	30
图 44：个人客户营运利润为集团利润主要贡献 .....	31
图 45：个人业务营运利润增长保持稳健 .....	31
图 46：个人客户数量及增长率 .....	31
图 47：客均合同数及增长率 .....	31
图 48：个人客户和互联网用户构成 .....	32
图 49：来自寿险代理人渠道的交叉销售情况 .....	32
图 50：团体业务综合金融保费及对公渠道保费同比增长 .....	33
图 51：团体业务综合金融融资规模及同比增长率 .....	33
表 1：汇丰控股分红对中国平安总投资收益率静态影响测算 .....	19
表 2：平安人寿拟通过股权方式受让并持有资产 .....	21
表 3：凯德中国近两年投资组合表现 .....	22
表 4：中国平安前十大股东（截至 2021 年 9 月 30 日） .....	27
表 5：2015-2021 年核心人员持股计划 .....	28
表 6：2019-2021 年长期服务计划 .....	28
表 7：中国平安核心盈利预测指标假设 .....	34
表 8：中国平安收入分类预测表 .....	35
表 9：可比寿险公司估值表 .....	36
表 10：其他可比公司估值表 .....	37
表 11：科技公司估值表 .....	37
表 12：分布估值汇总表 .....	38

## 前言

保险销售势头严峻，代理人队伍下滑，自然灾害增加风险敞口，股价的持续下跌表明投资者对公司前景的担忧，但是我们认为改革并非易事，中国平安管理层有着坚定的决心和强有力的过往业绩，平安仍为最有可能实现以质换量转型的内资保险公司。站在当前时点，围绕着市场最为关注的四个问题，我们用历史作参考，以变化来展望，认为中国平安长期配置价值凸显。

图 1：中国平安今年以来股价表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**1、作为行业领跑者，三次改革后的寿险业务前景如何？** 回顾平安寿险 27 年的发展史，我们发现寿险业务始终保持战略前瞻，三次大的改革转型均领先于行业，也引导着行业规范发展。作为金融业务的主要支柱之一，寿险业务近几年在疫情与行业整体经营环境的压力下，也经历了一些调整上的阵痛，但我们认为公司已在多维度积极推动转型，代理人产能在规模下滑的情况下保持稳定也略有抬升，相信在前瞻的战略引领下，公司有望实现渠道、产品、经营的转型升级。

**2、商车费改叠加疫情影响，财险业务何时可以复苏？** 商业费改与疫情影响下的车险保费持续下滑，但商改一周年到来之际，基数口径更加可比，我们认为车险规模与 COR 均有望步入改善通道。非车险业务仍维持较快增长，意健险在激活居民保障意识的过程中也迎来较快增长；信用保证险在经济复苏周期下，COR 大幅改善；而农险与责任险虽然在暴雨灾情中有一定赔付压力，但整体风险可控，且渗透率有望在情绪催化下得到进一步提升。

**3、风险事件暴雷，稳健的投资回报是否可以持续？** 公司长期投资回报稳健且优于市场，投资管理策略具备竞争力，但近段时间受部分地产项目风险蔓延导致市场较为悲观。不过值得期待的是，华夏幸福偿债方案已公布，公司也已充分计提减值，我们认为市场担忧有望随着业务稳步推进而有所缓解。此外，平安积极拓展业务布局，参与方正集团重组以夯实医疗生态圈建设，通过收购来福士优质项目来匹配长久期配置需求，我们认为公司多元化的资产配置兼顾了风险与收益的平衡，也在前期项目中吸取了教训，对未来的投资表现较为乐观。

**4、持续投入的金融科技，未来出路在哪？** 科技的孵化始终需要持续的投入与人才的储备，公司每年仍将投入 1% 的营收于科技项目中。科技一方面能够赋能传统金融，对于寿险数字化转型、产险获客减赔均有成效显现；另一方面公司旗下科技子公司逐步孵化，正在从场景到盈利四阶

段全面推进，既能带来潜在客户的转化，也能实现盈利的落地，对于公司价值有较强的提振效应。

此外，我们认为公司独特的治理结构和市场化运作机制，也有利于人才培养与战略落地的一致性。同时，在金控牌照规范经营下的交叉销售效应愈发凸显，客户综合经营体系铸就的护城河构建了完整的商业闭环。

**5、治理结构优异，自上而下共享公司成长。**经过三十多年的股权优化，公司已具有良好分散的股权及治理结构，管理层在决策上更具自主与灵活性，丰富的资历也保证了长期战略的有效落地。此外，市场化激励机制使得管理层与股东利益相绑定，员工持股与长期服务计划也保证了基层员工能享受到公司成长的果实。

**6、客户经营体系稳健，交叉销售效应逐步凸显。**平安坚持以客户为中心的经营理念，深耕个人客户、培育团体客户，持续推进综合金融战略，夯实平安经营客群，稳中突破的个人业务和持续发展的团体业务都是集团利润增长和发展进步的核心驱动因素。

## 1. 作为行业领跑者，三次改革后的寿险业务前景如何？

公司董事长马明哲先生在 5 月 31 日举行的平安寿险第 25 届高峰论坛上表示，平安寿险的第三次改革已刻不容缓、别无选择。回顾平安寿险 27 年的发展史，我们发现寿险业务始终保持战略前瞻，三次大的改革转型均领先于行业，也引导着行业规范发展。作为金融业务的主要支柱之一，寿险业务近几年在疫情与行业整体经营环境的压力下，也经历了一些调整上的阵痛，但我们认为公司已在多维度积极推动转型，相信在前瞻的战略引领下，有望实现渠道、产品、经营的转型升级。

### 1.1 改革历程：始终保持战略前瞻，引领行业改革转型

平安从 1988 年诞生之日起就不断地求新、求变。成立 32 年以来，平安经历了大大小小数十次改革：成立初期向台湾的国华人寿学习寿险经营经验；向友邦学习引进寿险营销体制；引进麦肯锡改革组织架构；向汇丰学习建立全国首家后援支持中心，实现了中后台的集中；再到如今的全委寿险改革。平安的每一次改革，都为未来的发展奠定了坚实的基础。经过 30 多年的攻坚，平安在全球前十大保险金融集团中资产名列第一，收入和市值名列第二。

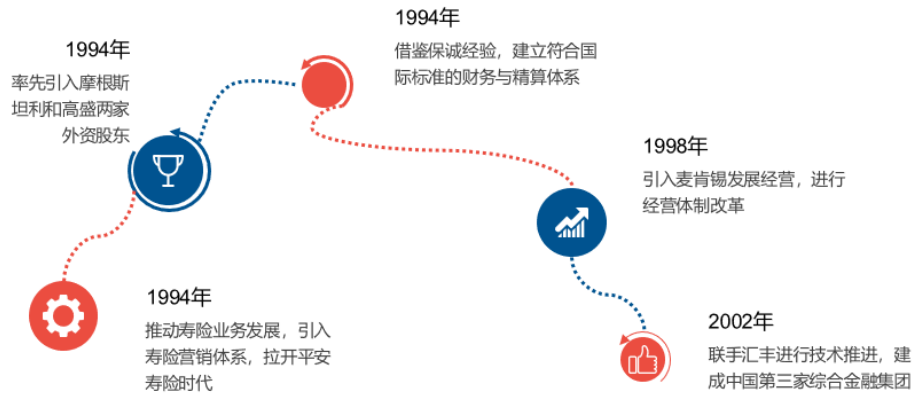
#### 1.1.1 首次改革：学习台湾模式，推动“本土化”落地

台湾经验启发平安高层对寿险前景的深入认识。平安于 1991 年就前瞻性地开始考虑切入寿险赛道，启动了系列人身保险综合计划，设计修改了家庭平安保险、儿童康乐保险、人身意外伤害保险等一系列品种。而马明哲先生 1992 年的台湾之行更坚定了拓荒我国个人寿险市场的决心，台湾国泰人寿成功的经验让平安意识到寿险业在华人社会有广阔的市场潜力，破除了“华人不能谈生死，是不欢迎人寿保险的”的误解。

引入台湾成熟模式，搭建整套流程体系。平安于 1994 年率先在全国开展个人寿险营销，首个产品“平安长寿”正式出台，在此过程中也积极聘用外脑来学习国际先进经验，引进台湾国泰人寿副总黄宜庚先生等台湾寿险界资深专家加盟平安，将台湾寿险的经营、管理、精算、产品、营销、培训与服务模式进行“本土化”落地，建立了一整套制度、流程、标准体系。

聘用麦肯锡团队，推动寿险业务的全面改革。在学习台湾模式的基础上，平安也聘用麦肯锡咨询团队，自上而下推动改革，大幅改造寿险的内部行政、财务流程、稽核、内部控制，开始与国际一流管理水平接轨。其中“裁人、撤职场”为一揽子计划的重要一环，对于部分亏损经营险种和地区坚决关闭，转向发展赢利或有长期利益的险种或重点地区，公司正式向专业化、精细化、规范化转型。



**图 2：平安借助“外资、外体与外脑”的发展历程**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 1.1.2 二次改革：移植欧美模式，加速“国际化”接轨

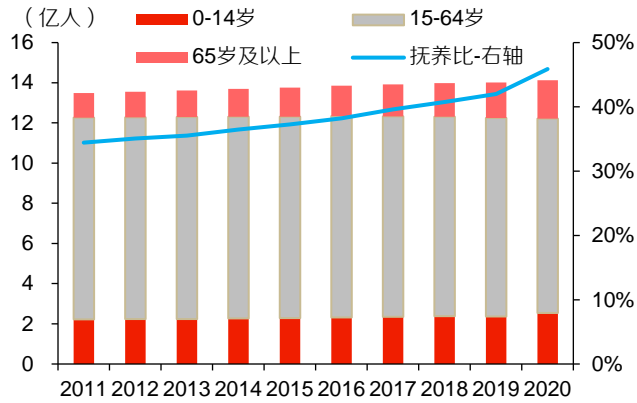
**引入内含价值概念，聚焦价值保费。** 港股上市前夕，平安借助摩根士丹利、高盛这两家国际投行先进经验，在利润增长的基础上引入内含价值增长指标，进一步强调业务质量。通过引入新业务价值、内含价值和年化标准保费，平安可以有效评估其保险经营特征，更科学、精准地衡量保险产品价值，为全面发力更具品质的个险业务打下了坚实基础。

**移植欧美经营管理模式，快速提高专业化运营、精细化管理水平。** 平安对标欧美顶尖保险企业，在管理流程国际化方面，聘请国际性的 IT 公司作为顾问，聘请国际性财务顾问对资金运用、管理进行审核，聘请国际性人事顾问帮助建立人事管理系统。尤其在对高管团队绩效考核、薪酬激励和任免机制方面，平安是当时中国金融产业最市场化和与国际惯例最接轨的公司，因此能够持续不断地从国内外吸引一流的管理人才，从高盛、麦肯锡、友邦、花旗银行等机构吸引了一批人才陆续加盟。

## 1.2 三次改革：业绩承压，剑指科技赋能和价值经营

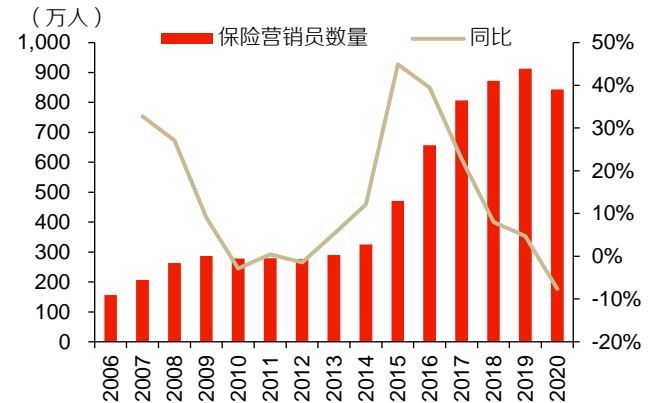
### 1.2.1 改革缘由：人口、需求、市场环境剧变，传统模式已无法持续

**随着人口红利的减少乃至逐渐消失，粗放式发展代理人数量以增加业绩的传统寿险模式已无法维持。** 据国家统计局数据，人口抚养比自改革开放以来的下降趋势在过去十年发生逆转，由 2011 年的 34.4% 增长为 2020 年的 45.9%。与 2011 年相比，我国 15-64 岁人口占比下降 5.8%，65 岁及以上人口占比上升 4.4%。随着人口红利逐渐消失，险企增员越来越难，依靠代理人集群性、规模扩张的老路逐渐走到尽头。截至 2020 年底，我国保险执业登记代理人已经由高点的 900 余万回落至 842.8 万人，从事过代理人职业超过 5000 万人，传统的“增员驱动”模式已难以为继。基于人口红利拐点的大环境下，平安需要提高从业人员素养、能力，专业、有温度的为用户提供风险管理服务，取代单一短线销售，回归保险价值。

**图 3：我国劳动人口占比下降，总抚养比上升**


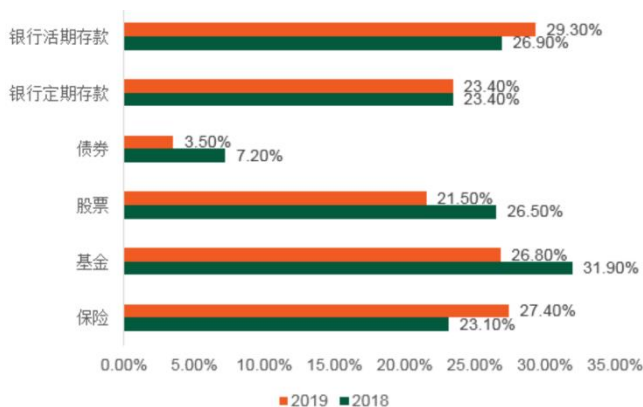
注：2020 年数据来自第七次全国人口普查，时间截至 2020.11.1

数据来源：Wind，国家统计局，东方证券研究所

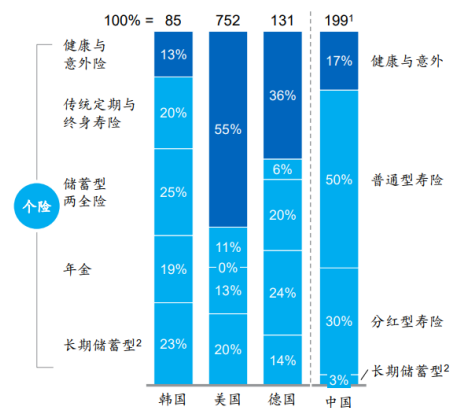
**图 4：我国保险代理人数量出现回落**


数据来源：银保监会，东方证券研究所

**保险消费呈年轻化趋势，主要客户购买习惯正在发生变化。**伴随互联网时代成长起来的 80、90 后一代开始成为保险主要客群，更容易接受在线上渠道购买保险。保险消费年轻化的驱动力主要有两个：一是消费观念升级，年轻人的消费观念相对积极洒脱，又会主动进行消费控制；二是投资理念转变，合理的资产配置成为中国的 80、90 后财富增长的主要来源。而对年轻群体来说，不仅要面对疾病、意外带来的风险，同时还要逐步承担子女教育、赡养老人的责任。据麦肯锡报告，与成熟市场相比，中国寿险市场目前的产品结构与渠道结构仍较为单一，创新仍在起步阶段。

**图 5：国民财富配置方式选择更加多元**


数据来源：腾讯和微众银行联合发布的《2019 年银行用户体验大调研报告》，东方证券研究所

**图 6：对比成熟市场，我国寿险市场目前产品结构较为单一（2017 年）**


数据来源：麦肯锡《中国寿险市场下一个五年的增长引擎：产品保障升级与创新》，东方证券研究所

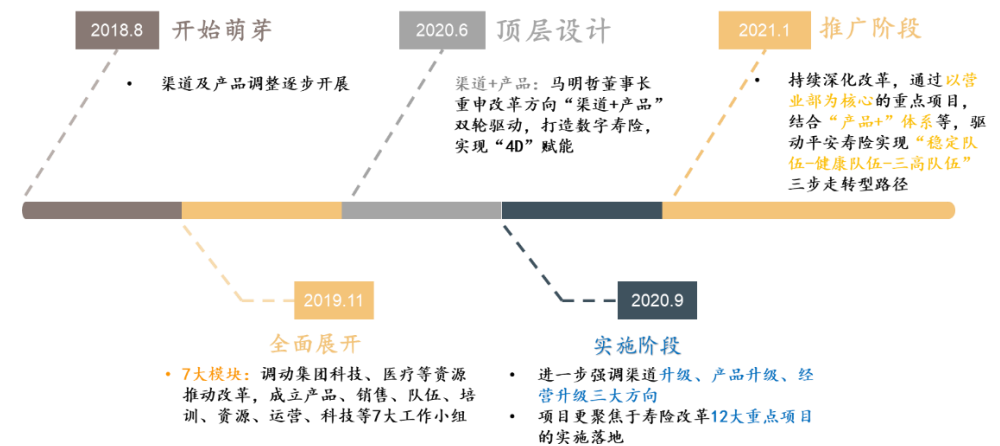
**监管引导长期产品发展，叠加近几年疫情冲击，寿险行业经营环境承压。**银保监会于 2017 年 5 月发布 134 号文，加强对快速返现型产品的监管，各大险企借此炒停从而导致客户资源的集中消耗，叠加理财产品收益率提高削弱了开门红产品的吸引力，共同导致 2018 年保险行业开门红保费负增长。保费下滑带动代理人收入下降，队伍的流失进一步加剧业务发展。此外，2020 年初的新

新冠疫情导致代理人线下展业停滞近半年，虽有恢复但各地仍有零星病例暴发，且在监管“六稳六保”引导下的队伍臃肿而产能低下，行业步入加速清虚与转型的发展之路，中国平安的寿险改革也势在必行。

### 1.2.2 改革成效：聚焦渠道、产品、经营三方面升级

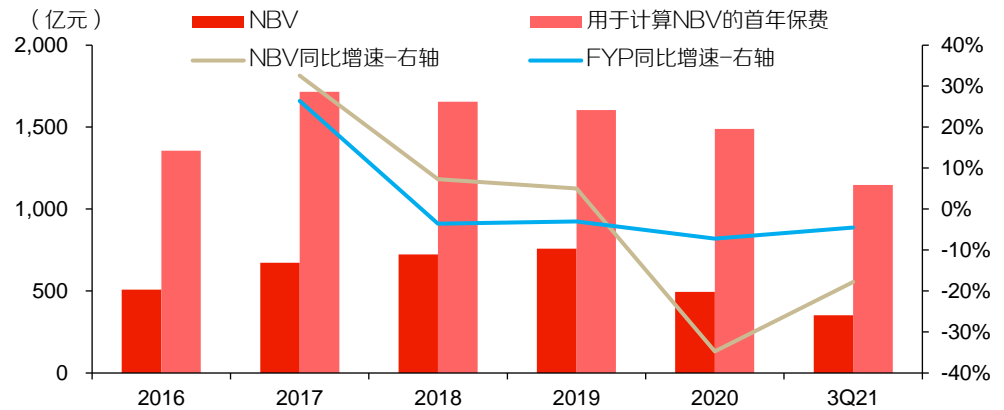
基于上述原因，公司寿险改革从 2018 年开始萌芽，产品及渠道调整逐步开展，2019 年 11 月启动全面深入的改革，在代理人、银保和电网销三方全面发力，开展全面数字化转型的探索。

图 7：平安第三次改革关键节点



数据来源：公司公告，东方证券研究所

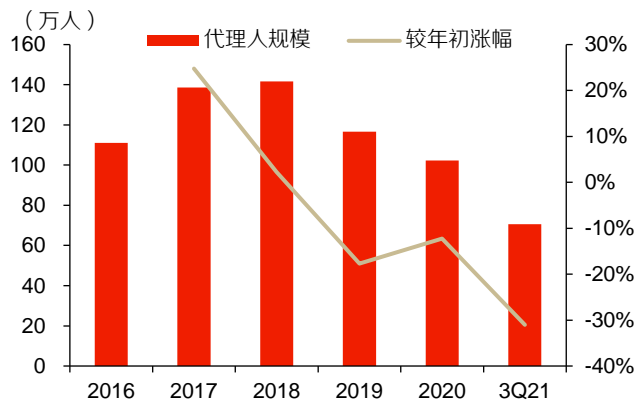
**改革初期，寿险业务各项核心数据下滑。**2016-2020 年，平安寿险及健康险业务营运利润稳定增长，营运 ROE 保持在 20% 以上。但是相比营运利润、ROE 的两位数增长，寿险代表未来增长动力的新业务价值增速却出现下滑，从 2017 年的 32.6% 下降到 2019 年的 5.1%，2020 全年 NBV 降幅达 34.7%，2021 前三季度仍维持 17.8% 的负增长；用来计算新业务价值的首年保费同比持续下降，2018-2020 年，同比下降幅度分别为 3.6%、3% 和 7.2%，2021 前三季度同比下降幅度为 4.5%；月均代理人数量也呈持续下降趋势，2019-2020 年，月均代理人数量同比下降幅度分别为 9.1% 和 12.5%。寿险业务是中国平安的核心以及利润主要来源，但 2020 年以来，平安寿险业务保费增速放缓，仅实现净利润 961 亿元，同比下降 7.4%；退保金也大幅度增加，同比增长 38.5%。

**图 8：平安寿险 NBV 及首年保费承压态势**


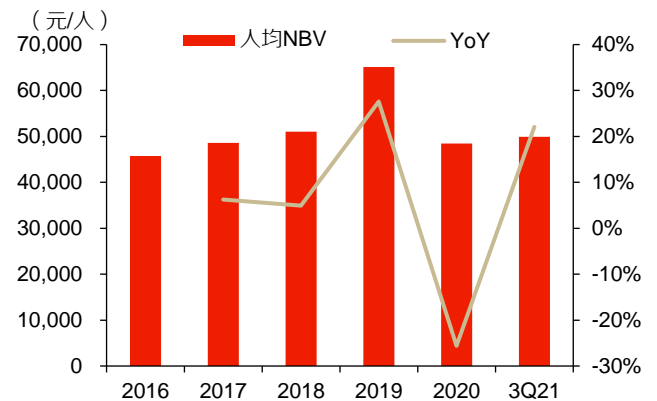
数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 1) 渠道改革：“1+4”改革项目初见成果

**修改基本法加大激励，从规模向高质量转型。**平安修订了新的基本法以应对持续下滑的代理人队伍，主动清虚低产能代理人，对留存下来的绩优人力加大激励力度，同时推广福利保障计划、试点营业部经理关爱计划，以此激发团队发展活力。因此，虽然在内外部因素影响下，队伍规模呈下滑态势，但剔除 2020 年疫情的客观影响外，人均 NBV 保持正增长，2021 前三季度人均 NBV 较 2019 年同期也实现 5.6% 的提升。

**图 9：平安寿险代理人规模变化**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 10：平安寿险代理人产能变化**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**“1+4”改革项目稳步推进，实现分层精细化经营。**平安不仅进行了代理人基本管理办法动态调整，在“渠道 1+4”方面，平安以“三好五星”作为一个评价体系，此外聚焦数字化营业部、数字化增员、数字化 AskBob 培训，以及数字化活动量管理四大改革项目，着力推动高质量三层队伍的转型。**1) 新人队伍上**，在优才计划基础上提出“优+”增员升级，目标 3 年内高质量新人占比提升到 50% 左右，而据 3Q21 业绩会公布，目前这一指标不到 10%。此外，也加强了新人培训，以丰富的产品体系为其展业奠定基础，目标留存率达到 35% 以上；**2) 潜力队伍上**，一方面采用 200

余个动作标准化管理，活动率已改善约 1.5 倍，另一方面设计易销售的链式产品组合来推动定制化服务，代理人收入提升 5%以上；**3) 钻石队伍上**，继续加大力度培养，维持高产能的基础上扩大规模。对普通钻石队伍进行扩量，目前已有 1000 个星级潜力部课发展高产能钻石业务员；对高端钻石队伍提质，匹配专属服务、产品、活动，产能已提升 20%以上。

**数字化渠道改革试点成效初显。**部分试点营业部已开始交出靓丽成绩单，公司二季度部均首年保费较试点前提升 6%，留存人力人均首年保费提升 30%，产能的提升主要通过提升行为与质量来传导。例如拜访量较对照组提升约 1.5 倍，人均长险件数较对照组提升约 1.4 倍。公司通过对科技投入来赋能寿险主业的成果正逐步显现，我们认为随着赋能的持续深化，未来产能仍有进一步提升空间。

## 2) 产品改革：完善综合金融+，推动寿险服务+

**保险+健康管理：1+4+10 实现保障需求全覆盖。**本轮寿险改革旨在提升产品策略的前瞻性，打破“一款产品打天下”的传统寿险营销做法，发挥集团综合金融优势，构成“保险+健康管理”产品体系，形成差异化竞争优势。平安寿险围绕以客户为中心，构建健康管理、亚健康管理、疾病管理、慢病管理四大服务内容，结合 10 大管理手段，通过内外部专家提供一站式医疗服务。此外，近期公司参与方正集团重组，也有望借力北大医疗资源实现健康管理的进一步升级。

图 11：平安寿险“保险+健康管理”产品改革策略



数据来源：公司公告，东方证券研究所

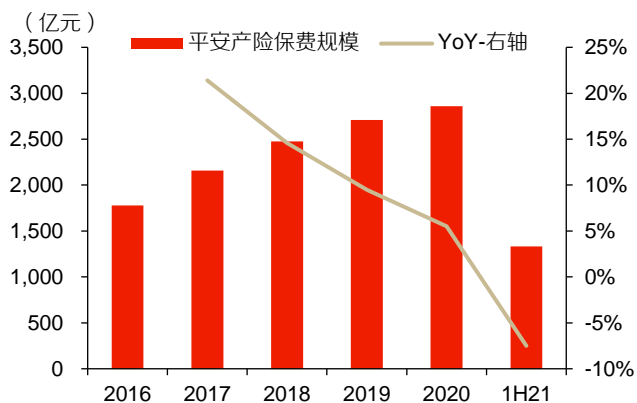
**保险+高端养老：拓宽康养产业，聚焦银发经济。**人口老龄化的发展过程中，银发经济的重要性愈发突出，平安寿险也通过“保险+高端养老”的产品改革，全面覆盖长者的生活所需，以核心一二线城市 10 分钟步行生活娱乐圈来选址，提供终身管家服务，采用国际护理标准，整合医疗资源，提供定制化方案。我们认为部分地产项目的布局也有望推动商业养老地产的资源整合与融入，未来具有广阔市场空间的高端养老仍有待具备品牌影响力的大型险企来成为主要搭建者。

**图 12：平安寿险“保险+高端养老”产品改革策略**

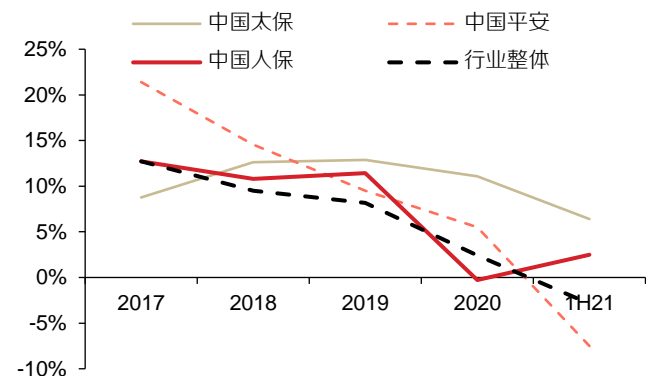

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2. 商车费改叠加疫情影响，财险业务何时可以复苏？

市场下行环境下保费承压，但市占率稳居行业第二。公司 1H21 实现产险原保费收入 1333 亿元，同比下降 7.5%，保费规模短期承压。究其原因，主要受宏观经济与车险综改影响，车险保费作为产险保费收入的核心呈下滑态势。同时信用保证保险受疫情影响业务品质短期承压，公司采取针对性措施，主动压缩其规模，2021 上半年信用保证保险同比大幅压缩 52%，仅取得 97.5 亿元的保费收入，一定程度上也影响到产险整体保费增速。但公司上半年产险保费市占率达 18.2%，仍稳居行业第二。

**图 13：平安产险保费规模**


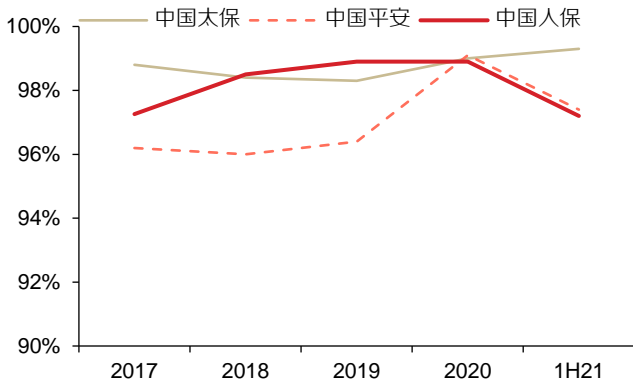
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 14：各险企产险保费收入增速情况**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

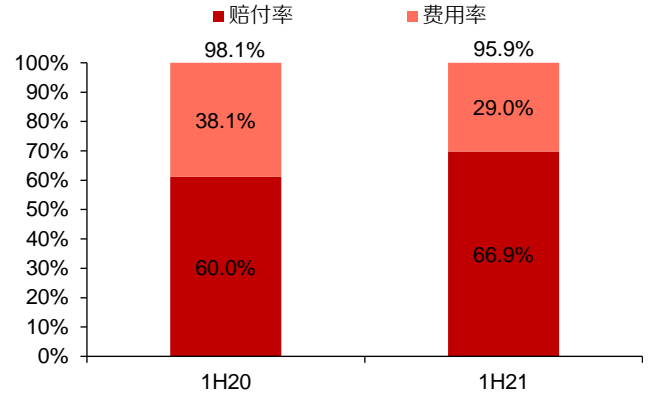
业务品质不断优化，综合成本率逐步改善。2021 上半年整体综合成本率为 95.9%，同比优化 2.2pct，其中综合赔付率增加 6.9pct，综合费用率减少 9.1pct，我们认为这一变化趋势是车险费改累积效应的结果。预计未来随着车险综合改革逐步推进，“赔付率上行、费用率下行”的态势会成为新趋势。同时，公司也将进一步优化产险业务结构、提升业务品质，综合成本率的持续改善、盈利能力的持续提升值得期待。

图 15: 各险企产险综合成本率表现



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 16: 平安产险综合成本率拆分

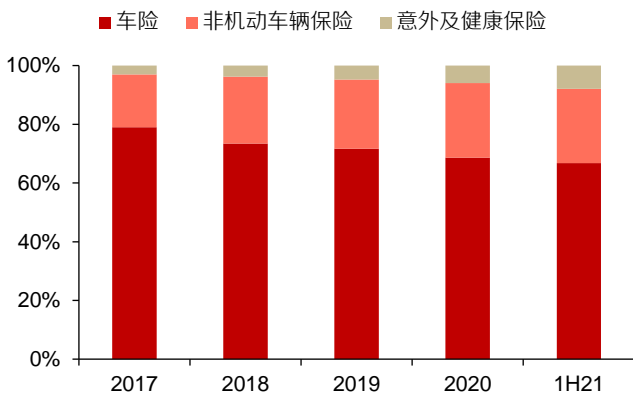


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

## 2.1 车险: 占比逐渐下降, 盈利能力行业领先

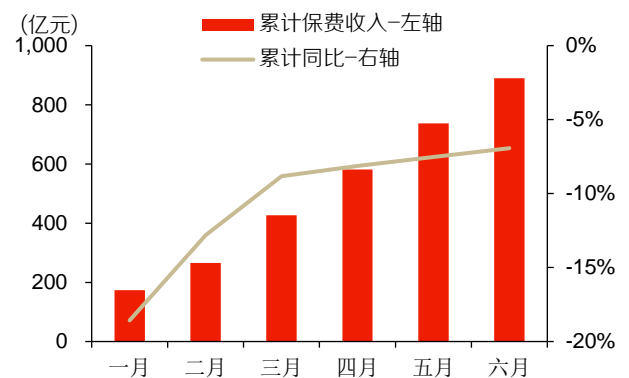
**车险保费持续承压, 边际有所改善。**公司业务结构不断优化, 车险占比持续下降, 2021 上半年车险占比降至 66.8%, 较 2020 年下降 1.8pct, 整体来看车险仍是保费收入的核心贡献。车险综改和疫情影响下新车销量大幅下滑, 车均保费下降, 行业内竞争加剧, 2021 上半年车险保费收入 890 亿元, 同比下滑 6.9%, 但市占率逆势抬升 0.4pct, 我们相信平安车险仍具有很强的竞争优势。同时从 2021 年月度数据来看, 一至六月车险保费同比降幅逐渐收窄, 边际持续改善。随着新车销量回升, 且商用车费改一周年过去, 基数口径更为可比, 我们认为四季度有望实现转负为正的增长态势。

图 17: 平安产险业务中车险占比逐步下降



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 18: 平安车险业务 2021 上半年降幅持续收窄

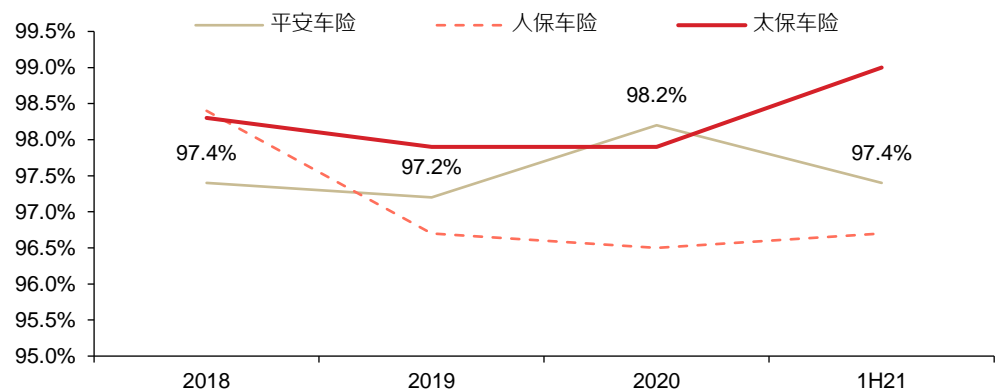


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

**综改基本结束, 综合成本率稳定。**公司积极应对外部环境的负面影响, 采取了销售费用优化、投放精细化、加强风险筛选及提升优质客户黏性等管理举措, 为车险业务复苏注入能量。目前正值车险综改一周年之际, 基数调整后更具可比性, 1H21 公司车险综合成本率为 97.4%, 基本保持稳健, 盈利能力行业领先。随着监管引导让利于民, 车险内行业竞争逐渐良性化, 公司龙头企业优

势将进一步突出。未来公司将继续加强线上化服务，深化科技赋能，进行产品服务创新，推动车险业务平稳健康发展。我们认为随着车险综改影响持续弱化，企业优势将逐渐显现，车险综合成本率将保持稳健，车险业务将步入量质齐升通道。

**图 19：各险企车险综合成本率**



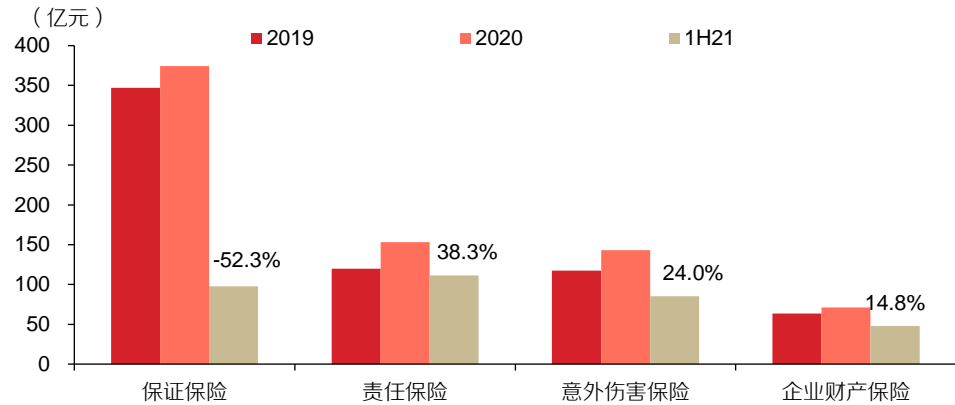
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**科技赋能车险，遇灾情迅速响应。**平安产险在行业内首创车险理赔语音报案、IM 互动报案，通过搭建理赔智能机器人，使理赔服务更加便捷。结合河南暴雨灾情，依托“平安好车主”APP 远程定损，实现全流程线上理赔，减轻线下理赔压力，进一步加速理赔进度。据平安产险公布的“7.20”河南暴雨数据，截至 2021 年 8 月 20 日，接到报案总量 7.06 万件，预估赔付总额 29.7 亿元。其中车险报案量 6.06 万笔，预估赔付金额 21.3 亿元，件数结案率达 83.89%，金额结案率高达 92.90%。面对大灾，平安产险快速响应、全面统筹、集中力量，从救援、理赔、社会责任等提供全面助力，全力以赴应对这场特大暴雨灾害，为财产险行业提供了一个可借鉴的样本。

## 2.2 非车险：保费快速增长，综合成本率优于行业

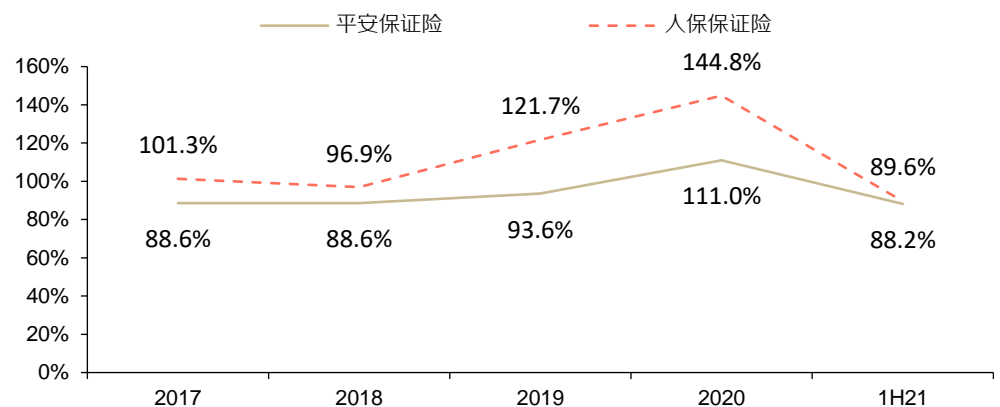
**责任险保费增长迅速，已成为非车险第一大险种。**随着新冠肺炎疫情逐步缓解，社会经济水平逐渐恢复，责任保险保费收入 1H21 同比增长 38.3%；业务赔款支出逐步恢复至正常水平，上半年综合成本率 99.5%。不同于前两年保证险是非车险保费收入最大贡献来源，2021 上半年责任险保费收入反超保证险。我们预计未来公司将持续加大产品创新供给，为疫情防控、复工复产提供风险保障；同时运用科技能力持续优化业务流程、丰富线上服务、完善风控体系，充分发挥责任保险参与社会多元共治、助力经济高质量发展的协同作用。



**图 20：平安非车险保费收入及同比增速**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**保证险主动压缩规模，综合成本率控制成果显著。**2018 年以来宏观经济低迷、社会信用风险上升以及 2020 年的疫情导致信用保证险综合成本率提高，但公司凭借集团综合风险管控，使得 COR 一直低于同业，2020 年保证险综合成本率为 111%，低于人保财险的 144.8%。2021 上半年公司采取针对性措施，进一步加大风险筛选能力，实现保证险 COR 为 88.2%，同比下降 37.4pct。我们预计保证险业务在风险逐步出清后仍然可以保持稳健增长，实现利润复苏。

**图 21：平安保证险 COR 优于人保**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

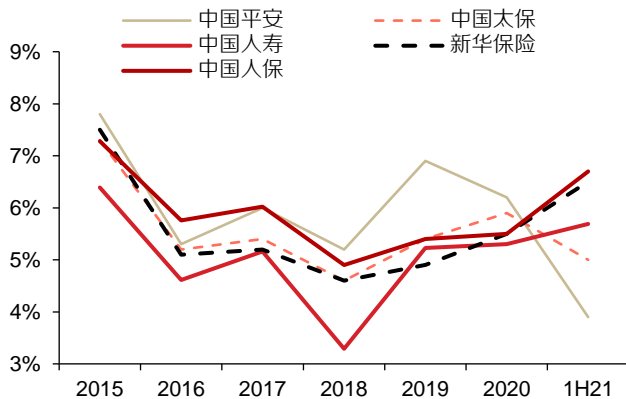
目前来看，公司非车险业务占比稳步提升，2021 上半年为 25.3%。在车险承压的情况之下，随着疫情影响的进一步减弱、宏观经济形势的回稳，非车业务有望实现稳健增长，成为带动财险的主要增长点。

### 3. 风险事件暴雷，稳健的投资回报是否可以持续？

#### 3.1 长期回报稳健且优于市场，投资管理策略具备竞争力

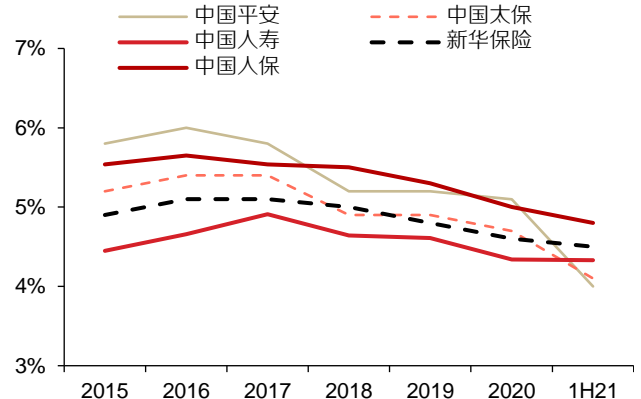
投资表现略有波动，但整体超业内平均水平和精算基准线。集团保险资金投资组合规模 1H21 未达 3.79 万亿元，较年初增长 1.2%，规模提升较为乏力一方面由于今年保费增长节奏放缓，另一方面由于部分风险项目暴雷导致的净值下滑。受风险事件影响，集团 1H21 年化总投资收益率和净投资收益率分别下滑 0.9pct 和 0.3pct 至 3.5% 和 3.8%，主要系计提华夏幸福减值准备 359 亿元所致，但据华夏幸福最新偿债方案，公司风险敞口已计提充分，预计随着兑付的逐步落实，减值有望一定程度上冲回，进而提振投资表现。公司 2015 年以来平均总投资收益率和净投资收益率分别为 6.23% 和 5.52%，均高于其他上市同业与内含价值精算体系中的投资回报假设。

图 22：上市险企总投资收益率表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

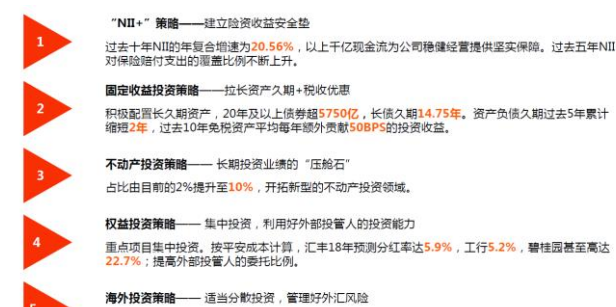
图 23：上市险企净投资收益率表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

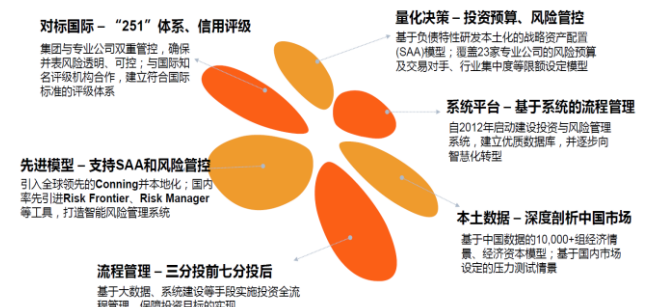
构建并完善投资管理策略，夯实六大核心竞争力。经过多年摸索，平安在战略资产配置与战术资产配置框架下，建立了一个涵盖各条线的投资管理策略，其中“NII+”策略主要作为险资收益安全垫，不动产投资为长期业绩的压舱石，以重点项目集中投资做好权益配置。我们观察到公司 2012 年之后净投资收益稳步上升，对权益市场波动形成明显缓冲，此外净投资收益率年复合增速 16.4%，明显超越寿险业务赔付金。总的来看，平安通过对标国际、引入先进模型、搭建系统平台与流程管理等措施，逐步夯实投资与风险管理体系的六大核心竞争力。

图 24：中国平安投资管理策略



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：中国平安投资与风险管理体系核心竞争力



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**降低非标风险敞口，债权类资产质量无需过度悲观。**公司始终注重期限匹配，重视债权类资产的收益与风险均衡。截至 1H21 末，公司债权计划及债权理财产品规模在总资产中占比为 12.1%，已较资管新规后下降约 1.6pct(2017 年底为 13.7%)，虽然部分债权类资产风险暴露，但其中 95% 以上仍为 AAA 评级，1% 为 AA+，整体风险可控。且今年以来市场已对风险项目的影响形成了充分的预期，我们认为对公司未来债权类资产的质量无需过度悲观。

### 3.2 汇丰业绩反弹恢复派息，华夏幸福悲观情绪基本出清

**汇丰暂停派息影响可控，汇丰基本面反转使得平安获得双重提振。**2020 年 4 月 1 日，汇丰控股发布公告称受疫情影响，接英国审慎监管局要求取消 4Q19-3Q20 股息派发，以应对疫情对当前经济可能产生的严重影响和潜在打击。回溯汇丰控股的分红历史，我们发现过去三年派息总额稳定，每年均为 0.51 美元/股，预估平安持有汇丰的分红收益减少约 50 亿元人民币，对 2020 年总投资收益率的静态影响为-17bps。但今年 2 月，汇丰恢复派息且全年经调整除税前利润超过预期，使得平安在重获分红投资收益的基础上，实现可调整净资产的进一步增厚。

**表 1：汇丰控股分红对中国平安总投资收益率静态影响测算**

年份	平安持股 (亿股)	汇丰控股分红收益 (元/股)	中国平安总投资收益 (亿元人民币)	中国平安 2020 年 总投资收益率	分红损失对中国平安 2020 年总投资 收益率的静态影响(亿元人民币)
2020	16.55	3.33	1996	6.20%	-17bps

注：人民币/美元汇率按 6.52:1 换算（2020 年 12 月 31 日牌价）

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**华夏幸福债务重组计划初步拟定，市场担忧情绪或将有所缓解。**公司于 2021 年 9 月 30 日发布债务重组计划，将通过以下方式安排清偿合计 2192 亿元的金融债务：1) 卖出资产回笼资金约 750 亿元，其中拟安排约 570 亿元用于现金偿付金融债务；2) 出售资产带走金融债务约 500 亿元；3) 优先类金融债务展期或清偿约 352 亿元；4) 以持有型物业等约 220 亿元资产设立的信托受益权份额抵偿；5) 剩余约 550 亿元金融债务由公司承接，展期、降息，通过后续经营发展逐步清偿。平安在今年中报中已披露对华夏幸福相关投资资产进行减值计提及估值调整金额为 359 亿元，占其总风险敞口 67%，对归母净利润影响金额为 208 亿元，对归母营运利润影响金额为 61 亿元。拆分来看，144 亿元长期股权投资减值无法转回，但拨备比例已达到 75%，随着华夏幸福持续推进回归主业，此部分处置可在稳定运营后逐步实现“投资回报”；余下的 215 亿元债权类金融资产减值拨备比例已达到 60%，未来随着偿债计划的推进或将部分得以转回。公司在三季度没有对此项目新增计提减值，我们认为悲观预期已充分释放，市场担忧情绪或将随着业务的稳步推进而有所缓解。

### 3.3 参与方正集团重组，夯实医疗生态圈建设

**参与方正集团重组，看好北大医疗资源广阔发展前景。**公司4月30日发布公告称将和华发集团和特发集团组成重组投资者，以“出售式重整，整体承接”的方式整体收购新方正集团，其中平安人寿以370.5-507.5亿元对价受让新方正集团51.1%-70.0%的股权，取得绝对控制权。依托于北京大学和北大医学部，方正集团拥有以北大国际医院为旗舰医院及十余家医疗机构组成的医疗服务体系，总床位数余万张。其中北大国际医院是国内信息系统最早达到美国医疗信息和管理系统学会七级的医院之一，且方正集团拥有国内首家从事医疗信息化的企业北大医信、中国医药重点骨干企业北大医药和医疗产业园。

图 26：北大医学院医疗机构情况



数据来源：北大医学院官网，东方证券研究所

**加快构建医疗健康生态圈，创造价值增长新引擎。**参与重整后，平安未来有望在三方面实现价值提升：一是打造线上与线下协同，将平安好医生与北大医疗集团相结合，拓展医联体，增加医院流量与收入；二是打造金融+医疗体系，将在过去仅是一张保单的基础上，未来以健康服务为内容开发产品；三是打通健康管理体系，将慢病管理、重病监护与养老产业相结合，开发组合型产品。我们认为本次交易将在较大程度上弥补平安在自有医疗网络建设上进展缓慢的短板，探索将医疗健康 and 保险场景相结合，通过线下助力医疗及保险业务获客、带动负债端销售提升来打造“医疗健康+保险”新生态体系。

**图 27：平安参与方正重组可夯实医疗生态圈建设**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.4 收购来福士优质项目，匹配长久期配置需求

**灵活配置优质商业地产，拓宽保险资金长久期配置渠道。**凯德集团与平安人寿于 6 月 28 日签署合作协议，宣布凯德向平安人寿出售中国六个来福士资产组合（包括上海人广、上海长宁、北京、杭州、成都、宁波）项目的 60%-70% 股权，该资产组合的总资产价值约为 467 亿元人民币，平安拟投资不超过 330 亿元，经测算当前成交价对应 2020 年末的评估价值溢价约为 6.7%，凯德在交易完成后将继续负责项目的运营及资产管理。投资完成后，平安对项目的投资综合占总资产比例约 1%，占投资非自用性不动产类的账面余额比例约为 10.3%。我们认为，核心区域优质商业地产不仅长久来供不应求且可提供较为稳定的现金流，而且也符合保险资金规模大、久长期的配置要求，可实现既保值增值又分散风险的目标。

**表 2：平安人寿拟通过股权方式受让并持有资产**

项目名称	转让比例	注册资本	总资产（亿元）	净资产（亿元）
上海人广来福士	60%	3000 万美元	14.18	10.65
上海长宁来福士	70%	22.09 亿元	47.78	26.15
北京来福士	70%	2450 万美元	20.15	11.60
杭州来福士	70%	3 亿美元	34.49	13.03
成都来福士	70%	2.18 亿美元	26.98	11.02
宁波来福士	70%	8 亿元	11.32	6.04

资料来源：Capitaland 年报，东方证券研究所

标的资产为凯德最核心优质资产，租户品质优异，租约稳定，未来增长向好。根据 Capitaland 年报，来福士是凯德旗下综合体中定位较高的产品线。2020 年 NPI yield on valuation（后简称为 NPIOV，其中 NPI 为 Net Property income）为 3%-5%，本次交易项目 NPI 约为 19 亿元人民币，对应 NPIOV 为 4.338%，考虑到 6.7% 的溢价率后，对应 NPIOV 为 4.07%，交易 P/NPI 约为 24.6 倍。考虑到 2020 年疫情冲击导致 NPIOV 在零售板块的下滑，预计未来项目盈利能力仍有改善空间。

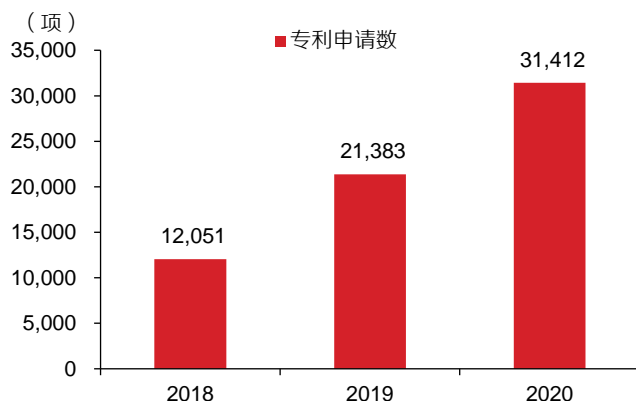
**表 3：凯德中国近两年投资组合表现**

指标/年份	零售	办公	商业园区/工业和物流
<b>NPIOV</b>			
2019 年	4.5%	3.7%	6.1%
2020 年	4.0%	3.9%	7.0%
<b>承诺租用率</b>			
2019 年	96.4%	85%	86%/95%
2020 年	89.0%	85%	88.7%
<b>客流量增长率</b>			
2019 年	+5.4%		
2020 年	-32%		

资料来源：Capitaland 年报，东方证券研究所

## 4. 持续投入的金融科技，未来出路在哪？

科技投入力度大，注重人才培育，产出成果多。科技的孵化始终需要持续的投入与人才的储备，公司过去十年累计科研投入已达 70 亿美元，并且高利润高收益的核心金融业务推动科技投资、每年将收入的 1% 用于科技研发，预计未来十年将继续投入 150 亿美元。从人员配置来看，2020 年平安集团拥有超 11 万名科技类业务从业人员，占员工总数的 30.8%。平安拥有超 3700 名科学家的一流科技人才队伍，以及 8 大研究院和 57 个实验室，扎实的研究团队为发明专利的申请夯实基础。截至 2020 年末，平安集团科技专利申请数较年初增加 10029 项，累计专利申请数 31412 项，其中发明专利申请数约 95%。除了位居全球金融科技、数字医疗专利申请榜单第一位以外，大力投入的金融科技在未来将如何反哺集团业务值得深思。

**图 28：中国平安申请专利数**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

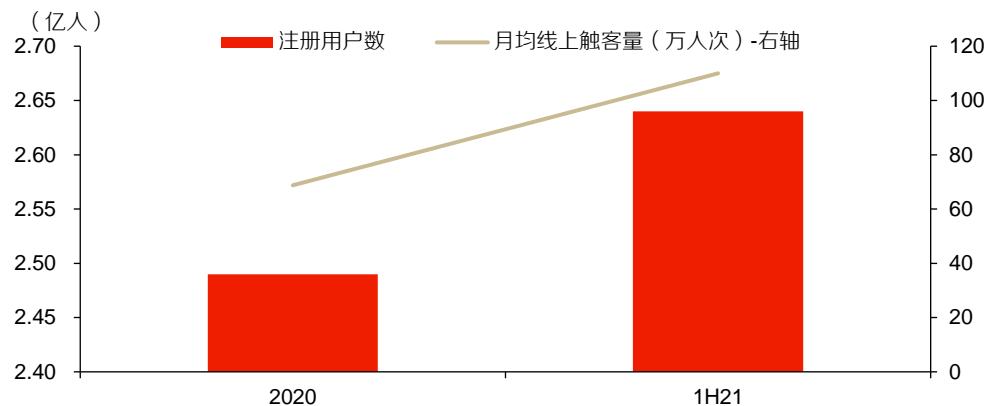
**图 29：中国平安近 3 年累计 60 个国际比赛第一**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 4.1 科技赋能传统金融，数字化成效逐步显现

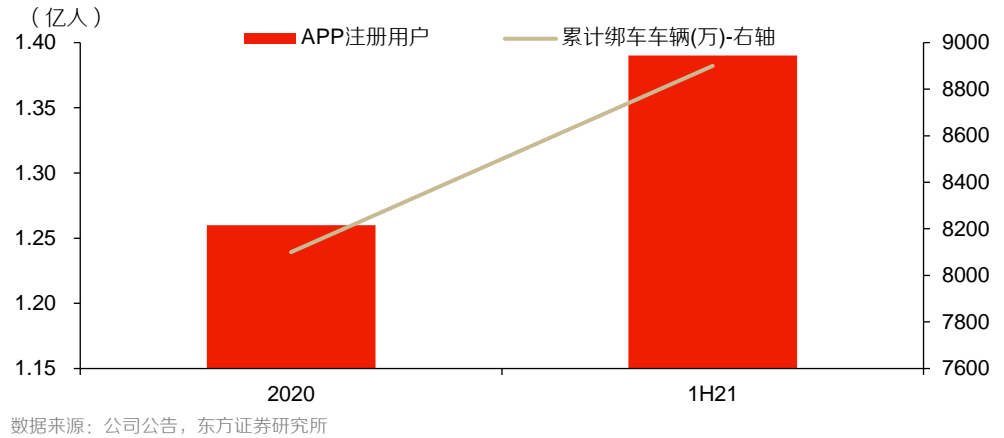
平安寿险积极推进数字化转型，在营销、服务、风控等领域深化数字应用、融合推广。1) 在数字化营销方面，平安寿险持续推动线下和线上销售模式相结合，通过智能拜访助手支持代理人快捷举办线上大型产说会、创说会，可容纳 300 人同时在线互动；推出 AI 跟拍短视频制作工具，助力代理人轻松自制保险知识、财富管理、健康生活等高品质短视频，丰富展业形式。2021 年上半年，平安寿险月均线上触客量超 110 万人次，较 2020 年月均触客量增长超 60%。2) 在数字化服务方面，截至 1H21 末，平安寿险“金管家”APP 平台注册用户数突破 2.64 亿。同时，平安寿险创新一站式权益服务体系，通过客户画像、智能推荐、智能触达等功能，精准定位逾亿客户的差异化服务需求，不断丰富健康、医疗、生活等场景的客户权益，2021 年上半年服务权益累计使用超 2250 万人次，使用客户近 1260 万人。此外，“智能预赔”服务深化应用，2021 年上半年累计预赔付超 1.7 万件，预赔付金额超 6.5 亿元，有效缓解预赔患者就医经济压力。3) 在数字化风控方面，平安寿险通过 AI 视频机器人对在线办理保全业务的客户进行身份核实和风险排查，视频核验身份服务件均办理时长仅需 3 分钟。同时，平安寿险运用 OCR、NLP、知识图谱等技术，支持核保理赔环节辅助资料信息识别、案件审核，目前可支持近 1600 种常见疾病的核保风险识别、近 1000 种疾病的医疗险理赔审核。

图 30：“金管家”APP 注册数与线上触客量同步上涨



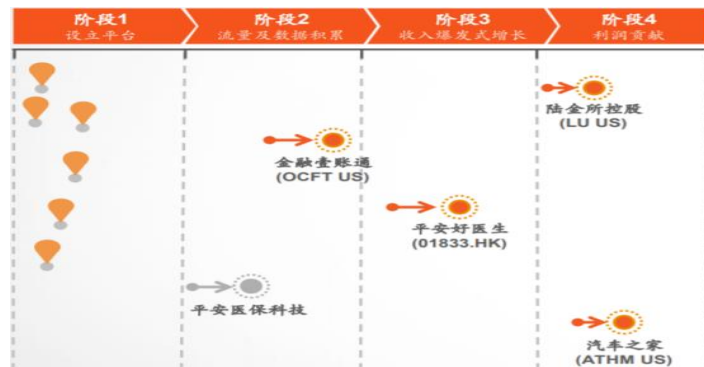
数据来源：公司公告，东方证券研究所

产险：以“平安好车主”APP 为载体，获客粘客齐头并进。“平安好车主”作为中国最大的用车服务 APP，截至 1H21 末，注册用户数突破 1.39 亿，累计绑车车辆突破 8900 万；6 月单月活跃用户数突破 3100 万。此外，“平安好车主”APP 绑车车辆中逾 3100 万辆尚未在平安承保，用户转化仍有较大的成长潜力。平安产险在行业内首创车险理赔语音报案、IM 互动报案，实现客户 4 次互动即可完成报案；通过搭建理赔智能机器人，实现咨询问答、断点提醒、智能查询、简单作业四方面的全流程机器人陪伴，使理赔服务更加便捷。2021 上半年，平安产险家用车“一键理赔”功能使用率达 92%，服务不断优化，增强新老客户粘性。其他产险业务方面，通过“鹰眼”、“平安企业宝”APP 打造线上智能风控，为客户提供多元化风险管理服务。实现多业务线、多流程环节风控能力的共享复用，并将其应用于理赔反欺诈等十多种业务场景，累计减损 5.2 亿元；同时打造企业风险管家项目，2020 年累计发送 80.6 万条灾害预警短信。

**图 31：平安好车主 APP 注册用户及累计绑车车辆**


## 4.2 科技子公司逐步孵化，从场景到盈利四阶段全面推进

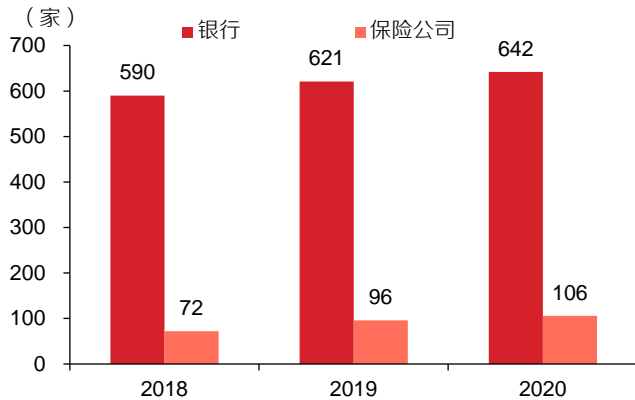
从科技公司孵化的四个阶段（场景、流量、收入、盈利）来看，目前集团下金融科技子公司大部分仍处于第一阶段，较少进入第四阶段如汽车之家与陆金所等，但近两年大多数金融科技子公司都在稳步向下一阶段发展迈进。

**图 32：平安科技公司孵化的四个阶段（2020 年）**


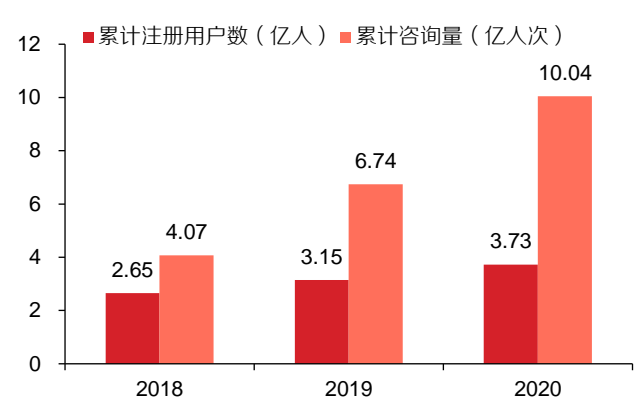
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**未来展望之一：场景向流量的转变，带来潜在客户数的提升。**金融科技上的持续投入使得公司覆盖更多用户，日渐累积的用户规模将为平安金融科技以及集团的未来发展奠定坚实的基础。例如作为面向金融机构的商业科技云服务平台的金融壹账通，2020 年末服务 641 家银行（其中大型银行覆盖率 100%、城商行覆盖率 98%），覆盖 110 家保险（其中寿险公司覆盖率 47%、产险公司 54%）；领先的互联网医疗健康服务平台平安好医生，2020 年末累计注册用户量达 3.73 亿，同比提升 18.3%，日均咨询量 90.3 万人次，同比提升 23.9%。我们认为客户基于不同场景产生的需求，正逐步带来流量的提升，未来随着服务频次与用户体验的逐步升级，潜在客户的转移空间值得期待。



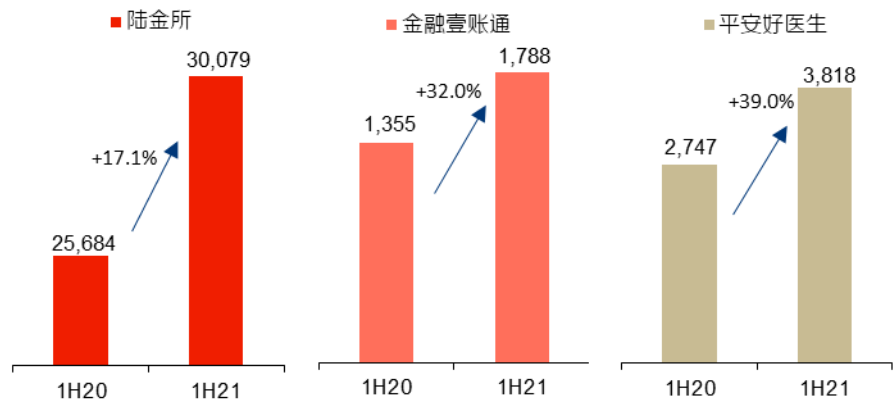
**图 33：金融壹账通历年服务银行及保险客户数**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 34：平安好医生注册用户数与累计咨询量**


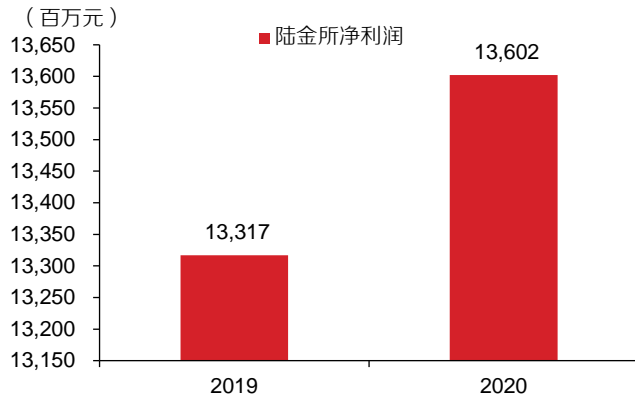
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**未来展望之二：流量转化效应突出，营业收入持续增长。**除了可观的客户流量数，平安科技各子公司的收入也在持续稳步提升，旗下主要科技子公司 1H21 营收均较上一年同期有较大幅度提升，虽然 2020 年疫情影响下有一定的低基数效应，但围绕医疗、金融等方面的需求仍然较为旺盛，客户资源转化与收入确认正在逐步落地，我们预期未来收入仍大概率维持长期稳定增长。

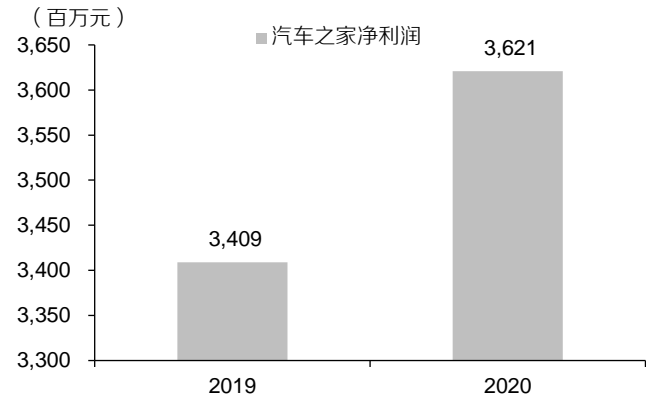
**图 35：主要科技子公司营业收入表现（百万元人民币）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**未来展望之三：盈利持续改善，扭亏为盈蓄势待发。**在平安各科技子公司中，陆金所和汽车之家是少数进入盈利阶段的公司。2020 年陆金所控股实现净利润 123 亿元，同比下降 7.8%，主要受陆金所控股 C 轮重组费用影响，扣除该影响后的净利润为 136 亿元，同比增长 2.1%；汽车之家净利润 36 亿元，同比增长 6.2%。其余等虽仍未实现盈利，但净亏在稳步改善，其中金融壹账通毛利率同比大幅提升 4.6pct 至 37.5%，净亏损率同比改善 29.8pct；平安好医生毛利率同比提升 4pct 至 27.1%，相应的净亏损率也同比改善 0.9pct。

**图 36：陆金所净利润表现（2020 年扣除 C 轮重组影响）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

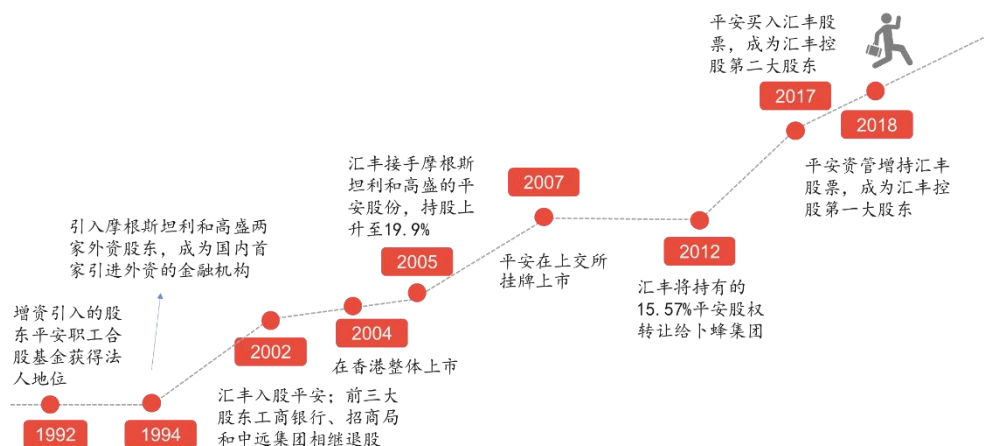
**图 37：汽车之家净利润表现**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 5. 治理结构优异，自上而下共享公司成长

### 5.1 独特的股权结构塑造稳定优质的管理层

经过三十多年的股权优化，平安现已具有良好分散的股权及治理结构。自 2007 年汇丰入股，引入国际化先进管理经验，招商局、工商银行、中国远洋陆续退场，目前平安已形成较为分散的混合所有制股权结构，且是国内上市保险公司中唯一一家此类公司。截至 2020 年底，除去作为 H 股持股主体的香港中央结算公司以外，深投控持有 5.27%，为第一大股东，卜蜂集团通过商发控股、NewOrientVenturesLimited 等持有平安集团 5.11% 股份为第二大股东。股权分散不存在控股股东，也不存在实际控制人，优异的股权治理结构是平安发展的基石。

**图 38：中国平安股权变更历史**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

分散的股权结构使得管理层在公司治理方面更能掌握决策权，也是平安在国内险企中所特有的优势所在。国内大多数上市险企大股东持股较为集中，公司管理层受大股东影响较大，较难实施

长期战略。平安国有股份比例较小，决策者能够站在公司价值利益最大化的角度考虑。此外，较为分散的股权结构使其能够快速适应环境变化，为公司战略转型提供坚实支撑，引领行业变革，管理层的经营决议可以迅速落地执行，为团队的高效运营打下基础。

**表 4：中国平安前十大股东（截至 2021 年 9 月 30 日）**

十大股东	股东性质	持股比例（%）
香港中央结算（代理人）有限公司	境外法人	37.01
深圳市投资控股有限公司	国家	5.27
香港中央结算有限公司	其他	3.76
中国证券金融股份有限公司	其他	2.99
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	2.65
商发控股有限公司	境外法人	2.43
深业集团有限公司	国有法人	1.41
Plenty Ace Investments (SPV) Limited	境外法人	1.20
大成基金－农业银行－大成中证金融资产管理计划	其他	1.10
华夏基金－农业银行－华夏中证金融资产管理计划	其他	1.09

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**核心管理层在关键岗位上的任职时间大多在 20 年以上，长期主导着公司的战略与运营。**专业稳定的核心管理人员使得公司管理模式和战略具有前瞻性，能够主导公司的长期发展战略并加以实施，兼具信任与高效，掌握集团发展改革的主要方向，通过坚持长期发展战略而在行业内占据核心竞争力。纵观平安的历史上三次寿险改革，均是核心管理层高度前瞻性的决策进行开拓创新的结果。

**图 39：主要决策管理层管理年限均较长**



**马明哲先生**  
董事长，司龄33年  
自1988年3月公司成立以来主持公司全面经营管理工作至今。



**谢永林先生**  
联席CEO，司龄27年  
于1994年加入平安，先后在财险、寿险、银行、证券等子公司担任管理职务，现任联席CEO



**姚波先生**  
联席CEO，司龄20年  
于2001年加入平安，2018年出任联席CEO，此前任财务负责人



**陈心颖女士**  
联席CEO，司龄8年  
于2013年加入平安，先后担任多家子公司董事，现任联席CEO

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**推行“执行官+矩阵”决策机制，配合公司战略转型。**2018 年平安经董事会批准建立了联席 CEO 机制，进行集体决策、分工负责、矩阵管理。2018 年原联席 CEO 李源祥辞任，由首席财务

官姚波接替担任公司联席 CEO，其原负责公司整体经营性运营管理、风险管控及协调职能的负责人。经过三年多的过渡与磨合，平安形成了马明哲董事长+联席 CEO+矩阵架构的稳定管理决策团队，决策体制、运行机制完备，因此马明哲先生也于去年辞去了首席执行官职位。这次人员调整是对“执行官+矩阵”集体决策机制优势的有力证明，矩阵式管理结构也有助于进一步增强从战略规划到落地的管控体系。

## 5.2 市场化奖惩机制锤炼强而有力的执行力

市场化的激励机制使得管理层利益与股东利益相绑定，决策更有利于集团长期发展。自上市以来，平安积极引入国际先进管理经验，搭建了一套市场化的员工激励机制。高管持股、员工持股将管理层与股东利益、员工与公司利益紧密联系，成长具有一致性。

员工持股计划和长期服务计划参与人数持续增加。2015 年平安核心员工持股计划获股东大会通过，持股计划存续期限 6 年。2015 年至 2021 年 6 年间平安按计划完成了 6 次股票购买。平安还自 2019 年通过开展员工长期服务计划激励集团及子公司绩优员工与公司共成长。长期服务计划参与人员从本公司退休时方可提出计划权益的归属申请，在得到确认后最终获得归属。核心员工持股计划参与人数已从 2015 年的 839 人增加到 2020 年的 1754 人，而员工长期服务计划仅实施三年，2021 年计划参与人数达到 9 万。

表 5：2015-2021 年核心人员持股计划

年份	股数 (万)	均价 (元)	总金额 (亿元)	占总股本 比例	参与人数	核心管理层参与
2015	405	77.04	3.12	0.044%	839 人	董监高 0.009%，其他员工 0.035%
2016	1,480	32.54	4.82	0.081%	773 人	董监高 0.028%，其他员工 0.053%
2017	1,642	36.74	6.03	0.090%	1157 人	董监高 0.032%，其他员工 0.058%
2018	967	61.29	5.93	0.053%	1296 人	董监高 0.018%，其他员工 0.035%
2019	808	72.79	5.88	0.044%	1267 人	董监高 0.015%，其他员工 0.029%
2020	796	80.17	6.38	0.044%	1522 人	董监高 0.013%，其他员工 0.030%
2021	916	73.13	6.70	0.050%	1754 人	董监高 0.014%，其他员工 0.036%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 6：2019-2021 年长期服务计划

年份	股数 (万)	均价 (元)	总金额 (亿元)	占总股本 比例	参与人数	核心管理层参与
2019	5,429	79.10	42.96	0.297%	31026 人	董监高 0.009%，其他员工 0.30%
2020	4,976	80.15	39.89	0.272%	32022 人	董监高 0.007%，其他员工 0.27%
2021	5,737	72.93	41.84	0.314%	90960 人	董监高 0.007%，其他员工 0.31%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

员工持股计划以及长期服务计划建立健全了市场化的员工长期激励与约束机制，鼓励核心人才和绩优员工长期服务公司。随着员工持股计划和长期服务计划的推行，两大计划的员工参与数逐

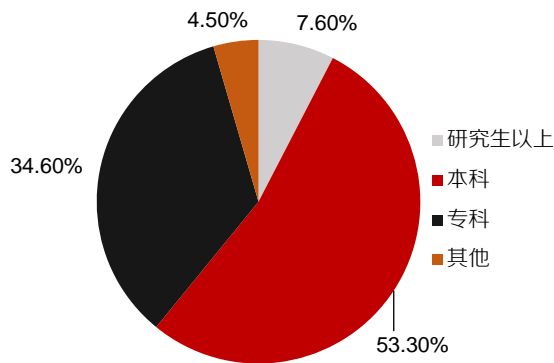
年增加，说明计划对员工起到了正向的激励作用。市场化的持股计划面向集团以及下属子公司的核心关键人员，对公司长期业绩的增长和稳定发展有着重要作用。

**市场化的惩罚淘汰机制也使得公司的员工具有更强的执行力。**平安的高绩效文化持续驱动公司持续健康的成长。赛马制是平安内部典型的制度：不仅个体之间排名，在业务方面多个团队也会一起竞争。业务模式包含七个人序列，每个序列均有自己的考核周期以及晋升降级基本办法。管理人员需要相对稳定，但是对于连续两年考核都在后 10% 的管理人员，将进行培训或强制轮岗，甚至淘汰。个体在团队之间轮岗以及多范围拓展均是集团能保持活力的体现。

### 5.3 完善的人才体系护航集团稳定未来发展

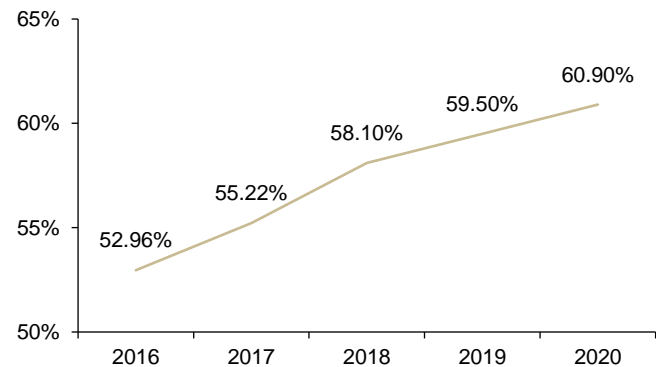
**广纳英才并注重人才培养，员工综合素质不断提高。**平安不断丰富和完善人才标准及体系。公司每年组织关键岗位人才盘点，覆盖绩效结果、能力维度、发展潜力等多个维度；同时还从能力、行为、性格等 24 个维度进行人才评估，通过高级核心官团队的参与来确保人才选拔的公平高效。利用“金融+科技”，平安根据数据分析和绩效建模不断更新员工评价指标，从而更好地对员工进行评价和任命。此外，平安将领导者分为综合型、专业型、团队管理型、资源型和销售型等不同的类型，通过岗位匹配以发挥其最大潜能。截至 2020 年末，平安集团员工中本科学历占 53.3%，博士、硕士研究生合计占比 7.6%。

图 40：2020 年平安员工学历水平构成



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 41：平安员工本科以上学历占比情况

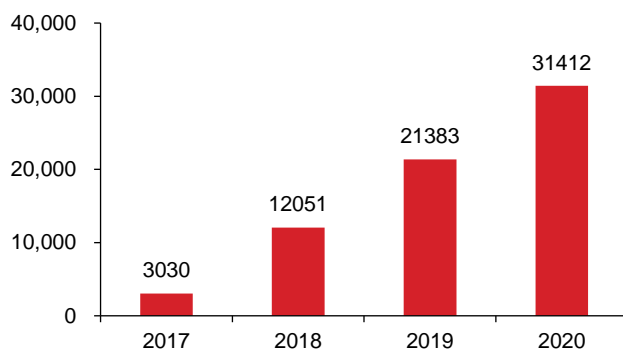


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**建立平安金融管理学院，满足各级员工专业及管理技能学习需求，每年培训费用相当于平安年薪总额的 5-7%，在业界最高。**早在创业初期，平安就以“最好的培训在平安”为发展理念，致力于将知识转化为公司价值，将人才培养为公司核心竞争力。为此，平安始终保持与先进企业看齐的培训投入水平建设学院。截至 2020 年末，学院扩充内外部精品线上课程资源累积达 5.2 万门，2020 年全年线上学习总人次超 4400 万。“全集团岗位专业课程体系共享计划”，2020 年联合各专业公司“共创+共享”课程 2400 余门，助力各岗位员工对专业岗位知识的学习以及知识体系的更新迭代。高额的人才培养投入使得各个岗位上的员工均能获得成长，从而为公司创造源源不断的价值。

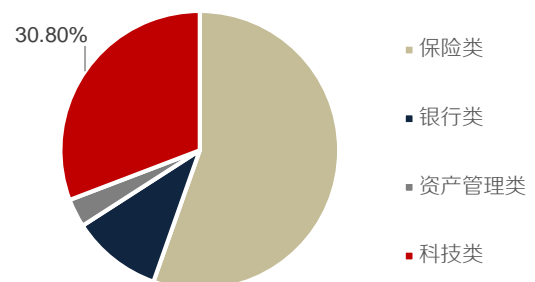
科技端持续投入，已建立起自主研发体系并不断与外界联系。平安持续投入大量经费用于科技研发，近 10 年累计投入超过 500 亿元，未来仍会把超过 1% 的收入投入到科技研发。截至 2020 年末，平安拥有超 11 万名科技从业人员、超 3700 名科学家的一流科技人才队伍。同时，为了闭门造车，平安的 8 大研究院、57 个实验室与北京大学、清华大学、复旦大学等顶尖高校和研究机构开展深入合作，助力平安实现科技突破。

图 42：平安历年专利申请数（个）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：2020 平安科技类员工占比达 30.8%



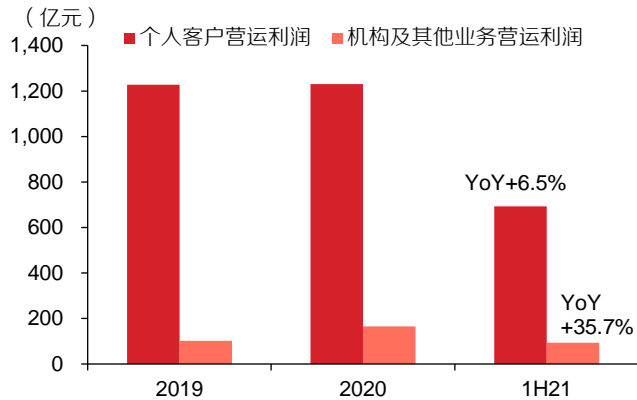
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 6. 客户经营体系稳健，交叉销售效应持续凸显

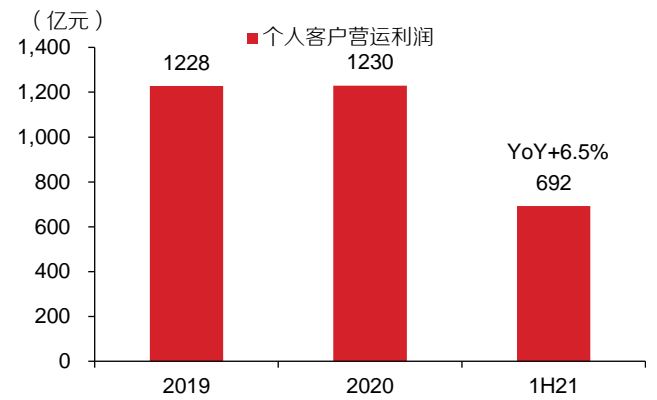
平安坚持以客户为中心的经营理念，深耕个人客户、培育团体客户，持续推进综合金融战略，夯实平安经营客群。稳中突破的个人业务和持续发展的团体业务都是集团利润增长和发展进步的核心驱动因素。

### 6.1 个人客户经营体系稳中突破，交叉销售持续发力

个人业务营运利润为主要贡献，维持稳定增长。平安个人业务基于“一个客户、多种产品、一站式服务”的客户经营理念，以金融主账户为切入，以数据、产品、权益及统一营销服务平台为着力点，构筑线上线下一体化精准营销平台，个人业务营运利润近三年来表现稳健亮眼，从 2019 年的 1228 亿元到 2020 年疫情冲击下仍然维持的 1230 亿元，再到 1H21 同比增长 6.5% 至 692 亿元，个人业务营运利润始终占到集团归母营运利润的八成以上。持续稳健的盈利表现和疫情冲击后及时恢复的能力，都足以证明平安个人客户经营体系的完善。

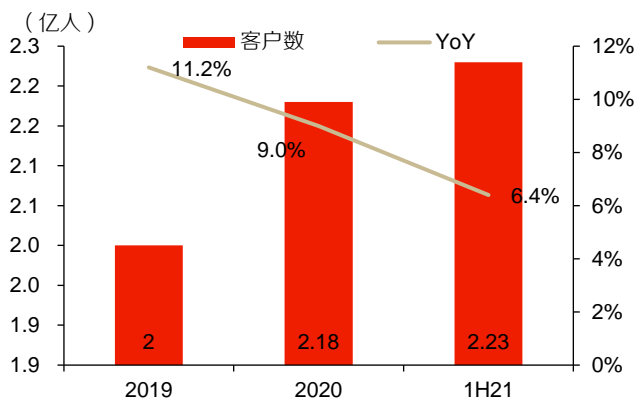
**图 44：个人客户营运利润为集团利润主要贡献**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

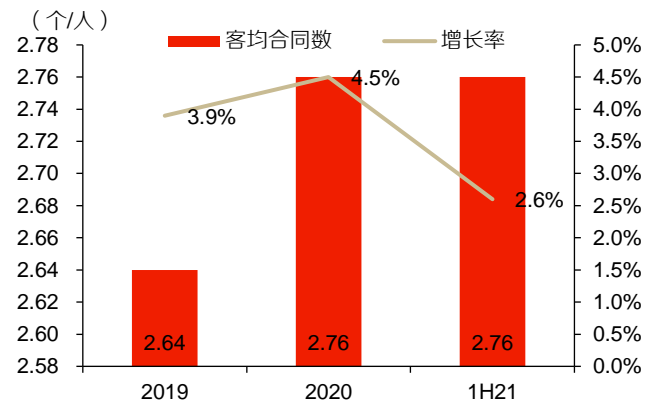
**图 45：个人业务营运利润增长保持稳健**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**个人客户数量增长，数据、产品、账户多角度深耕成效显著。**截至 1H21 末，集团个人客户数超 2.23 亿，较年初增长 2.1%；上半年新增客户 1612 万，2020 全年新增客户 3702 万。**1) 数据赋能方面**，基于庞大的客户基础和业务生态，平安在合法合规、客户授权的前提下，建立客户画像，精准洞察客户需求，支持场景化的产品及服务；**2) 产品方面**，2021 上半年保险金信托结合康养项目及终身寿险产品升级，新增保险金信托产品销售规模达 169 亿元，同比增长 141.9%。2020 全年围绕健康、少儿等主题创新的综合金融产品，全年交易规模达 3880 亿元；**3) 金融主账户方面**，平安持续优化客户支付和资金结算等场景体验，截至 1H21 末，金融主账户 AUM 余额达 2371 亿元，较年初增长 71.2%，2020 全年新增 AUM 达 1385 亿元，未来 AUM 持续增长可以展望。

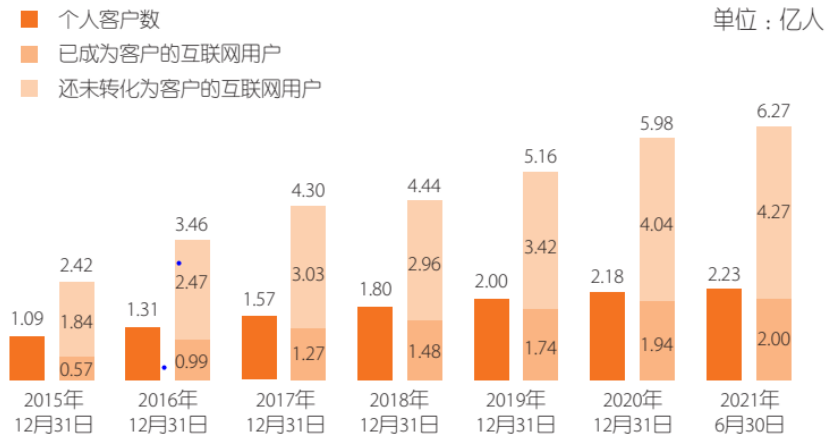
**图 46：个人客户数量及增长率**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 47：客均合同数及增长率**


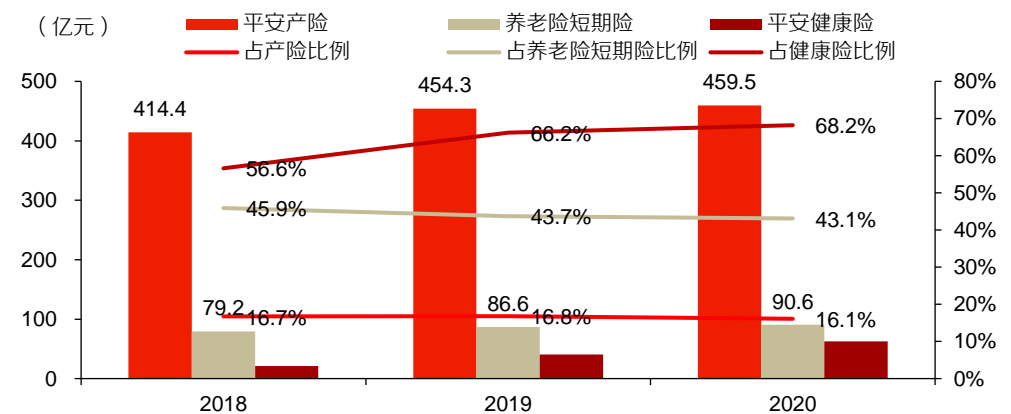
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**互联网渠道改革助力获客能力显著提升。**平安聚焦“一站式服务”，不断完善用户在线服务体验，打造更贴近用户的服务场景。截至 1H21 末，集团互联网用户量超 6.27 亿，较年初增长 4.9%。同时平安持续推动用户向客户的转化，1H21 末集团超 6.27 亿互联网用户中，仍有 4.27 亿尚未转化为个人客户，由用户到客户的转化仍有较大的挖潜空间。未来，公司有望持续通过传统渠道以及场景化销售，拓展个人客户；并强化交叉渗透能力，提升客均合同数，推动个人客户价值稳定增长。得益于平安对互联网用户的高效经营，用户活跃度逐步提升，年活跃用户量超 3.35 亿。

**图 48：个人客户和互联网用户构成**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**交叉销售持续发力，客户与公司价值共同成长。**受益于不断丰富的综合金融业务模式，个人客户交叉渗透程度不断提升，客均合同数稳步增加，客户价值逐年提升。截至 2020 年末，个人客户中有 8308 万人同时持有多家子公司的合同，在整体个人客户中占比 38%。通过长期的客户经营，公司持续加深对客户的了解，客均合同数与客户的财富结构、年资关系密切。客户财富等级越高，在平安的年资越长，持有平安的合同数也越多，价值越大。公司的保险业务交叉销售渠道贡献持续增长，尤其是 2020 年通过寿险代理人渠道实现平安健康险保费收入同比增长 53.9%，来自于寿险代理人的产险、养老险和健康险销售占比分别达 16.1%、43.1%、68.2%。

**图 49：来自寿险代理人渠道的交叉销售情况**


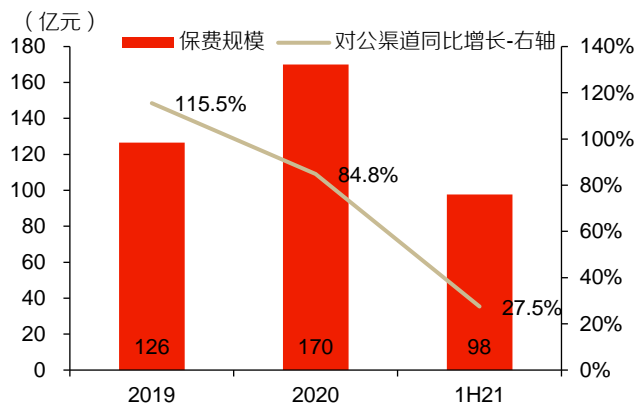
数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 6.2 团体业务蓄势待发，客户资源持续转化

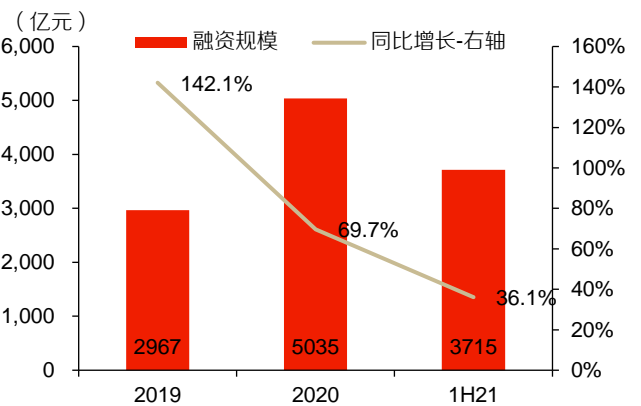
**团体客户经营成效明显，价值贡献稳步提升。**平安团体业务围绕一个客户、N 个产品的“1+N”综合金融服务模式，专注于团体业务输出价值和自身价值的双提升，同时积极运用科技能力提升客户体验、降低服务成本，服务实体经济、践行普惠金融。2020 年，团体综合金融保费规模达 170



亿元，同比增长 34.4%；综合金融融资规模达 5035 亿元，同比增长 69.7%。2021 上半年，平安团体投融资业务累计带来存款 3260 亿元，并以“平安数字口袋”APP 为载体，通过热销产品和客户权益体系，打造集团中小微客户的统一经营门户。平安内专业公司协同合作，截至 1H21 末，平安通过内部专业公司协同合作，已向平安银行引流 33 万客户成为“平安数字口袋”APP 用户，并持续通过平台服务、场景专区等功能促进其向平安银行客户的转化。

**图 50：团体业务综合金融保费及对公渠道保费同比增长**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 51：团体业务综合金融融资规模及同比增长率**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 7. 盈利预测与投资建议

### 7.1 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年利润指标方面预测做如下假设：

- 寿险业务：**过去几年公司调整发展策略，深化寿险改革，代理人规模有所下滑，对个险渠道新单销售有所拖累。但我们认为队伍在清虚推动下已处于阶段性低点，无产能人群基本清退到位，而低产能人群在培训强化下有望实现产能提升，结合持续推动的优才计划代理人高质量招募，新单有望实现增速回暖，预计 2021-23 年个人寿险业务首年期交增速分别为 3%、5%、10%；公司也在打造基于银行生态的银保新模式，虽然短期存在一定的规模压力，但长期交叉销售协同效应有望逐步体现，且团体综合金融的逐步深化空间可观，我们预计 2021-23 年银保渠道首年期交增速为-20%、25%、25%，团体保险新业务增速为-15%、5%、10%。公司过去五年平均退保率为 1.5%，且上下浮动在 0.2pct 以内，保持相对平稳，但 2020 年疫情影响下的今年续保压力有所增大，我们认为后疫情周期下的退保率有望逐步改善，根据上半年最新表现，我们判断 2021-23 年退保率分别为 2.3%、2.2%、2.1%；相较于保险业务收入的管理费率呈逐年改善趋势，预计 2021-23 年分别为 9.6%、9.4%、9.4%。
- 财险业务：**考虑到商车费改压力下新车件均下滑，以及疫情影响下的新车销量滑落，我们判断 2021-23 年车险增速分别为-7%、3%、5%；信用保证险主动收缩下的非车险保费短时间有所调整，但长期稳健增长态势不变，我们预计 2021-23 年增速为-20%、5%、10%；居民保障意识强化下的意健险需求旺盛，我们预计 2021-23 年增速分别为 32%、32%、32%。去年活动频次下降导致赔付率回落，随着出行回暖与商改推动下的车险赔

付率抬升，我们预计未来三年整体赔付率有一定提升，费用率在目前水平上保持相对稳定。

- 3) **投资业务**：由于保费增速下降叠加部分风险项目暴雷，导致今年总投资资产规模增速低于往年，但未来随着业务发展有望实现增速提升，我们预计 2021-23 年增速分别为 13%、15%、15%；总投资收益率今年受减值计提影响有所下滑，未来有望逐步修复，预计 2021-23 年分别为 3.9%、4.5%、5.0%；净投资收益率整体保持稳定。
- 4) **银行业务**：我们对平安银行业务采用 Wind 一致预期，对 2021-23 年营收增速预测为 12.4%、11.9%、11.9%；对归母净利润增速预测为 25.0%、20.0%、20.5%；对每股净资产预测为 17.24、19.26、21.76 元。
- 5) **证券业务**：上半年经纪业务表现弱于去年同期，我们预计 2021-23 年手续费及佣金净收入增速为 20%、10%、10%；管理费用率与财务费用率上半年小幅抬升，但我们认为未来随着结构优化而有望改善，预计 2021-23 年管理费用率为 32%、30%、30%，财务费用率为 19%、19%、18%。

我们对公司 2021-2023 年内含价值指标方面预测做如下假设：

- 1) **新业务价值率**：代理人规模持续压缩环境下，代理人渠道价值率有所降低，我们预计在寿险深化改革推进下，未来三年能有小幅改善，给予个险渠道 Margin 预期为 43%、44%、45%；新银保模式稳步推进，预计未来三年价值率保持在 21% 水平；寿险整体新业务价值率 2021-23 年分别为 28.9%、29.3%、29.8%。
- 2) **内含价值变动**：新单保费与新业务价值率共同影响下，我们预计 2021-23 年 NBV 增速分别为 -14.6%、7.8%、12.4%；存量寿险业务内含价值预期回报率短期受投资收益影响有所回落，但长期呈改善趋势，预计 2021-23 年分别为 8.4%、9.0%、9.0%。

**表 7：中国平安核心盈利预测指标假设**

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>寿险业务</b>					
个人寿险-首年期交	114,685	82,279	84,747	88,985	97,883
YoY	-7.8%	-28.3%	3.0%	5.0%	10.0%
银行保险-首年期交	5,290	7,949	6,359	7,949	9,936
YoY	24.4%	50.3%	-20.0%	25.0%	25.0%
团体保险-新业务	22,272	25,676	21,825	22,916	25,207
YoY	1.7%	15.3%	-15.0%	5.0%	10.0%
退保率	1.4%	1.7%	2.3%	2.2%	2.1%
管理费用/保险业务收入	10.2%	9.4%	9.6%	9.4%	9.4%
Margin-代理人渠道	64.9%	54.9%	43.0%	44.0%	45.0%
Margin-银保渠道	20.4%	17.7%	21.0%	21.0%	21.0%
Margin-整体	47.3%	33.3%	28.9%	29.3%	29.8%
NBV 增速	5.1%	-34.7%	-14.6%	7.8%	12.4%
存量 EV 预计回报率	9.4%	8.7%	8.4%	9.0%	9.0%
<b>财险业务</b>					
车险	194,315	196,151	182,420	187,893	197,288

	YoY	6.9%	0.9%	-7.0%	3.0%	5.0%
非车险		63,703	72,648	58,118	61,024	67,127
	YoY	13.3%	14.0%	-20.0%	5.0%	10.0%
意外与健康险		12,912	17,055	22,513	29,717	39,226
	YoY	36.4%	32.1%	32.0%	32.0%	32.0%
赔付支出/保险业务收入		60.4%	60.3%	65.0%	65.0%	65.0%
管理费用/保险业务收入		20.2%	20.8%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>投资业务</b>						
投资资产规模		3,208,836	3,740,581	4,226,857	4,860,885	5,590,018
	YoY	14.8%	16.6%	13.0%	15.0%	15.0%
总投资收益率		6.9%	6.2%	3.9%	4.5%	5.0%
净投资收益率		5.2%	5.1%	4.5%	4.6%	4.6%
<b>证券业务</b>						
手续费及佣金净收入		4,274	6,158	7,390	8,129	8,941
	YoY	35.0%	44.1%	20.0%	10.0%	10.0%
管理费用率		26.7%	29.3%	32.0%	30.0%	30.0%
财务费用率		18.6%	17.3%	19.0%	19.0%	18.0%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**表 8：中国平安收入分类预测表**

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>寿险业务</b>	<b>717,085</b>	<b>716,535</b>	<b>714,224</b>	<b>753,116</b>	<b>825,009</b>
占比	61%	59%	58%	56%	55%
同比增速	25.7%	-0.1%	-0.3%	5.4%	9.5%
<b>财险业务</b>	<b>250,554</b>	<b>272,325</b>	<b>275,741</b>	<b>290,625</b>	<b>320,173</b>
占比	21%	22%	22%	22%	21%
同比增速	11.4%	8.7%	1.3%	5.4%	10.2%
<b>银行业务</b>	<b>137,958</b>	<b>153,542</b>	<b>172,540</b>	<b>193,023</b>	<b>215,992</b>
占比	12%	13%	14%	14%	14%
同比增速	18.2%	11.3%	12.4%	11.9%	11.9%
<b>证券业务</b>	<b>14,304</b>	<b>16,465</b>	<b>17,647</b>	<b>19,111</b>	<b>20,722</b>
占比	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
同比增速	33.1%	15.1%	7.2%	8.3%	8.4%
<b>信托业务</b>	<b>4,764</b>	<b>5,096</b>	<b>4,889</b>	<b>5,002</b>	<b>5,166</b>
占比	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
同比增速	-6.0%	7.0%	-4.1%	2.3%	3.3%
<b>总收入</b>	<b>1,168,867</b>	<b>1,218,315</b>	<b>1,241,360</b>	<b>1,343,103</b>	<b>1,492,673</b>
同比增速	19.7%	4.2%	1.9%	8.2%	11.1%

资料来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

## 7.2 投资建议

中国平安作为综合金融控股公司，旗下业务板块众多，我们对金融业务采取分部估值法，对科技子公司根据当前市值作为参考，合并计算整体业务价值。

对于寿险板块，我们选取 A 股上市险企中国人寿、新华保险，以及港股上市险企友邦保险，以 2021/12/1 收盘价测算，估值切换下，可比上市险企平均 2022 年 P/EV 估值为 0.99x。但细分来看，A 股上市险企平均估值预期仅为 0.53x，而友邦保险凭借成熟的业务模式与优异的经营策略获得市场认可，持续享受较高的估值预期。我们认为公司作为行业龙头，与 A 股上市险企相比享有较高溢价，但转型仍处于深化推进期，与可比上市险企相比给予 10% 的估值折价，最终给予 2022 年 P/EV 估值预期为 0.89x，对应持股市值为 8794 亿元。

**表 9：可比寿险公司估值表**

	股票代码	P/EV (2021E)	P/EV (2022E)	EVPS (2021E)	EVPS (2022E)	收盘价 (RMB)
中国人寿	601628.SH	0.71	0.65	41.15	45.30	29.33
新华保险	601336.SH	0.46	0.42	84.07	91.58	38.37
友邦保险	1299.HK	2.09	1.90	5.05	5.56	67.31
平均		<b>1.09</b>	<b>0.99</b>			
A 股平均		<b>0.58</b>	<b>0.53</b>			

注：友邦保险 EVPS 单位为美元/股；数据统计时点为 2021/12/1。

资料来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

**对于财险板块**，假设未分配利润比例维持相对稳定，则 2021-23 年保持 70% 水平，预计 2022 年分部净资产预期为 1352 亿元。我们以 2021 年 12 月 1 日收盘价测算，参考可比财险公司中国人保、中国财险、中国太保 2022 年 Wind 一致预期平均 P/B 估值为 0.80x，财险业务对应持股市值为 1080 亿元。

**对于银行板块**，我们以市场领先的股份制银行与城商行作为可比公司，2022 年 Wind 一致预期平均 P/B 估值为 1.13x。参考可比公司估值，我们给予银行板块 2022 年 P/B 预期为 1.13x，采用 Wind 一致预期得到 2022 年分部净资产预期为 3738 亿元，对应持股市值为 2097 亿元。

**对于证券板块**，我们以市场中业务成熟、特点突出的中型券商作为可比公司，2022 年 Wind 一致预期平均 P/B 估值为 1.19x。参考可比公司估值，我们给予证券板块 2022 年 P/B 预期为 1.19x。假设未分配利润率保持相对稳定，2022 年预计分部净资产达 416 亿元，对应持股市值为 203 亿元。

**对于信托板块**，我们选取市场上以信托作为主业的金控公司，2022 年 Wind 一致预期平均 P/B 估值为 0.78x。参考可比公司估值，我们给予信托板块 2022 年 P/B 预期为 0.78x。假设未分配利润率保持相对稳定，2022 年预计分部净资产达 281 亿元，对应持股市值为 219 亿元。

**表 10：其他可比公司估值表**

	股票代码	P/B (2021E)	P/B (2022E)	每股净资产 (2021E)	每股净资产 (2022E)	收盘价 (RMB)
<b>财险板块</b>						
中国人保	601319.SH	0.93	0.85	5.03	5.51	4.70
中国财险	2328.HK	0.59	0.54	9.26	10.13	5.51
中国太保	601601.SH	1.14	1.01	23.93	27.01	27.29
<b>平均</b>		<b>0.89</b>	<b>0.80</b>			
<b>银行板块</b>						
招商银行	600036.SH	1.72	1.50	29.05	33.23	49.99
常熟银行	601128.SH	0.94	0.86	7.24	7.99	6.84
兴业银行	601166.SH	0.64	0.57	28.30	31.83	18.12
宁波银行	002142.SZ	1.86	1.60	20.01	23.25	37.17
<b>平均</b>		<b>1.29</b>	<b>1.13</b>			
<b>证券板块</b>						
东吴证券	601555.SH	1.15	1.09	7.71	8.15	8.89
光大证券	601788.SH	1.23	1.16	11.95	12.62	14.68
国元证券	000728.SZ	1.33	1.28	5.64	5.84	7.50
国金证券	600109.SH	1.32	1.22	8.13	8.82	10.77
<b>平均</b>		<b>1.26</b>	<b>1.19</b>			
<b>信托板块</b>						
中航产融	600705.SH	0.85	0.80	4.51	4.84	3.85
爱建集团	600643.SH	0.84	0.77	7.88	8.57	6.58
<b>平均</b>		<b>0.84</b>	<b>0.78</b>			

注：每股净资产均采用 Wind 一致预期，数据统计时点为 2021/12/1。

资料来源：Wind，东方证券研究所

对于科技板块，公司旗下四家子公司已实现上市，由于科技板块市值成长不确定性较大，我们仅以当前市值作为参考标准，对应 2022 年相应持股市值为 630 亿元。

**表 11：科技公司估值表**

	股票代码	当前市值 (RMBm)	持股比例	目标市值 (2022E)
陆金所控股	LU.N	95,824	38.60%	36,988
金融壹账通	OCFT.N	6,384	34.30%	2,190
平安好医生	1833.HK	26,521	38.43%	10,192
汽车之家	ATHM.N	27,877	49.00%	13,660

注：数据统计时点为 2021/12/1。

资料来源：Wind，东方证券研究所

我们以分部估值法对公司的整体价值进行评估，预期 2022 年目标市值为 13023 亿元，目标价为 71.24 元/股，对应集团 2022 年 P/EV 估值为 0.78x，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 12：分布估值汇总表**

业务板块	估值方法	估值倍数	EV/净资产（2022E）	持股比例	相应市值
寿险业务	P/EV	0.89	987,870	100.00%	879,398
财险业务	P/B	0.80	135,169	99.54%	107,956
银行业务	P/B	1.13	373,798	49.56%	209,761
证券业务	P/B	1.19	41,552	40.96%	20,251
信托业务	P/B	0.78	28,051	99.88%	21,895
金融科技	市值法	-	-	-	63,029
<b>合计</b>					<b>1,302,290</b>

注：单位：百万元人民币；数据统计时点为 2021/12/1。

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 8. 风险提示

1、新单销售不及预期。新单销售低迷，影响代理人收入，产能下滑导致脱落率升高，进而影响队伍稳定。此外，NBV 增速低迷也拖累新业务价值倍数中枢水平。

2、长端利率持续下行。以持有至到期为主的到期再投资与新增固收类投资收益下滑，进而形成潜在利差损风险。

3、权益市场大幅波动。保险公司重要利源之一的投资利差来自于投资端的业绩波动，若 A 股出现系统性下跌，分红险收益下滑，影响客户收益与险企业绩，此外也对公司当期利润和净资产造成不利影响。

4、股权投资计提减值风险。公司拥有较多长期股权投资，其中华夏幸福已披露偿债方案，但实际偿付到位仍需进一步关注，可能会存在偿债进度不及预期，公司需进一步计提减值减值损失。此外，也需关注其他股权投资收益波动可能带来的减值风险。

5、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。

**附表：财务报表预测与比率分析**

利润表						内含价值预测表					
单位:百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
已赚保费	748,779	757,599	774,974	802,437	844,553	寿险期初内含价值	613,223	757,491	824,574	894,977	987,870
提取未到期责任准备金	24,915	17,204	(6,317)	(6,729)	(7,393)	本期新业务价值	75,946	49,575	42,312	45,605	51,238
总投资收益	77,497	124,701	81,441	110,646	138,433	内含价值预期回报	57,757	66,121	69,264	80,548	88,908
公允价值变动损益	44,091	(4,770)	(5,378)	(6,180)	(7,840)	投资回报差异	32,142	(5,683)	(12,000)	(5,000)	(2,000)
其他业务收入	273,585	323,581	396,641	442,929	524,920	运营经验差异	3,672	(11,125)	(2,000)	7,000	7,000
<b>营业收入合计</b>	<b>1,168,867</b>	<b>1,218,315</b>	<b>1,241,360</b>	<b>1,343,103</b>	<b>1,492,673</b>	假设及模型变动影响	1,898	12,687	500	500	500
退保金	(26,661)	(36,914)	(54,747)	(57,982)	(60,937)	市场价值调整影响	271	(1,692)	2,000	2,000	2,000
赔付支出	(225,030)	(237,136)	(292,455)	(352,057)	(413,228)	股东股息	(48,536)	(49,511)	(34,674)	(42,760)	(50,430)
提取保险准备金	(287,028)	(303,911)	(271,283)	(265,336)	(271,674)	其他差异	(27,418)	(42,800)	(29,674)	(37,760)	(45,430)
保单红利支出	(19,329)	(19,001)	(20,209)	(23,468)	(26,535)	寿险期末内含价值	757,491	824,574	894,977	987,870	1,090,086
手续费及佣金支出	(114,753)	(102,003)	(84,261)	(90,149)	(95,156)	其他业务期初净资产	389,233	443,043	503,538	582,742	680,273
业务及管理费	(172,892)	(176,551)	(176,111)	(190,498)	(207,003)	其他业务净资产变动	53,810	60,495	79,204	97,532	114,511
<b>其他业务成本</b>	<b>(138,146)</b>	<b>(154,495)</b>	<b>(181,247)</b>	<b>(160,814)</b>	<b>(179,228)</b>	其他业务期末净资产	443,043	503,538	582,742	680,273	794,785
<b>营业支出合计</b>	<b>(983,839)</b>	<b>(1,030,011)</b>	<b>(1,080,313)</b>	<b>(1,140,304)</b>	<b>(1,253,758)</b>	集团期末内含价值	1,200,534	1,328,112	1,477,718	1,668,143	1,884,871
营业利润	185,028	188,304	161,048	202,799	238,914	<b>主要财务指标</b>					
营业外收支	(289)	(540)	(131)	(138)	(152)		<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
利润总额	184,739	187,764	160,917	202,662	238,762	<b>估值与盈利指标</b>					
所得税	(20,374)	(28,405)	(23,519)	(33,222)	(38,930)	P/EV	0.74	0.67	0.60	0.54	0.47
净利润	164,365	159,359	137,398	169,440	199,833	PE	5.81	6.08	7.24	5.87	4.98
少数股东损益	14,958	16,260	14,019	17,289	20,390	PB	1.33	1.17	1.09	1.00	0.89
归母净利润	149,407	143,099	123,379	152,151	179,443	ROE	22.19%	18.77%	15.12%	16.95%	17.85%
						ROA	1.82%	1.50%	1.18%	1.30%	1.36%
<b>资产负债表</b>						<b>每股数据 (元/股)</b>					
单位:百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E	每股 NBV	4.15	2.71	2.31	2.49	2.80
现金及存款	306,605	314,123	338,149	388,871	447,201	每股寿险 EV	41.44	45.11	48.96	54.04	59.63
债券型金融资产	2,248,446	2,673,821	3,024,228	3,477,862	3,999,542	每股集团 EV	65.67	72.65	80.84	91.26	103.11
权益型金融资产	450,569	503,828	569,326	680,524	810,553	每股净资产	36.83	41.72	44.64	49.10	54.99
其他投资资产	203,216	248,809	295,154	313,628	332,722	EPS	8.41	8.04	6.75	8.32	9.82
总投资资产	3,208,836	3,740,581	4,226,857	4,860,885	5,590,018	DPS	2.05	2.20	1.90	2.34	2.76
其他资产	5,014,093	5,787,289	6,253,800	6,877,451	7,556,918	<b>增长率</b>					
<b>资产合计</b>	<b>8,222,929</b>	<b>9,527,870</b>	<b>10,480,657</b>	<b>11,738,336</b>	<b>13,146,936</b>	已赚保费增长率	10.5%	1.2%	2.3%	3.5%	5.2%
保户储金及投资款	701,635	768,975	848,541	952,270	1,066,542	归母净利润增长率	39.1%	-4.2%	-13.8%	23.3%	17.9%
保险责任准备金	1,921,907	2,218,007	2,447,505	2,746,696	3,076,300	投资资产增长率	14.8%	16.6%	13.0%	15.0%	15.0%
其他负债	4,747,017	5,552,983	6,127,552	6,876,605	7,701,798	寿险内含价值增长率	23.5%	8.9%	8.5%	10.4%	10.3%
<b>负债合计</b>	<b>7,370,559</b>	<b>8,539,965</b>	<b>9,423,599</b>	<b>10,575,572</b>	<b>11,844,640</b>	集团内含价值增长率	19.8%	10.6%	11.3%	12.9%	13.0%
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280	一年新业务价值增长率	5.1%	-34.7%	-14.6%	7.8%	12.4%
盈余公积	12,164	12,164	12,164	12,164	12,164	净资产增长率	21.0%	13.3%	7.0%	10.0%	12.0%
其他权益等	821,926	957,461	1,026,614	1,132,320	1,271,852	<b>综合偿付能力充足率</b>					
母公司股东权益合计	673,161	762,560	815,939	897,533	1,005,237	寿险	232%	242%	240%	235%	230%
少数股东权益	179,209	225,345	241,119	265,231	297,059	产险	259%	241%	235%	230%	225%
<b>负债与权益总计</b>	<b>8,222,929</b>	<b>9,527,870</b>	<b>10,480,657</b>	<b>11,738,336</b>	<b>13,146,936</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： [www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)