

中国平安 (601318)

棋至中盘心未改，曙光初现待时飞

买入 (维持)

2022 年 12 月 01 日

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

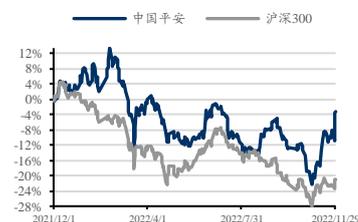
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
归母营运利润 (百万元)	147,961	152,923	157,523	170,432
同比	6.1%	3.4%	3.0%	8.2%
新业务价值 (百万元)	37,898	31,346	32,422	36,407
同比	-23.6%	-17.3%	3.4%	12.3%
每股内含价值 (元/股)	76.34	80.14	86.87	94.52
P/EV (现价&最新股本摊薄)	0.59	0.56	0.52	0.48

关键词: #困境反转

投资要点

- 中国平安隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性, 较低的估值水平给予安全垫, 边际向好的内外部环境赋予估值弹性。我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情, 中期看队伍, 长期看产品。随着疫情防控情势不断修复向好, 寿险板块有望迎来戴维斯双击, 而短期资产端的逻辑弹性更强, 长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效。我们相信平安作为寿险改革先行者, 有望引领行业摸索着走出困境。
- 外部环境: 曙光初现待时飞。地产纾困政策渐次落地, 政策导向彻底扭转, 保市场主体的思路彻底明确。随着防疫政策优化对于经济修复的预期升温, 叠加宽信用效果逐步显现, 长端利率与权益市场有望迎来共振向上催化。虽然寿险负债端拐点未出现实质性信号, 但机遇正在酝酿。从供给侧来看, 随着近年来清虚力度的加大, 虽然上市险企队伍数量仍在探底, 但降幅明显逐季收窄且队伍产能持续复苏, “老人”成为新单和价值的主要贡献。从需求侧来看, 储蓄型业务销售回暖得益于低利率环境下, 安全性、收益性和流动性的综合优势逐步显现。竞品收益率逐步下滑叠加居民存款意愿不断提升, 我们预计 1Q23 上市险企新单和价值有望迎来大个位数正增长的修复, 平安表现优于同业平均水平。
- 标识焕新不改初心, 寿险改革有序推进。公司将现有品牌标识中的标语“金融科技”升级为“专业价值”, 体现初心不改和为股东、客户、员工及社会大众创造长期的利益及价值的追求。公司招“才”季人才招聘计划收获初步成效, “三好五星”评价体系依托数字化工具, 围绕“业绩好、质量好、行为好”三大维度, 以“行为好支撑质量好, 质量好驱动业绩好”为内在逻辑, 引导队伍形成“留存提升→质态改善→收入增加→吸引优增”的正反馈机制。平安新银保团队在提升银行中收、满足客户多元化资产配置需求、优化寿险渠道结构具有重要战略意义。
- 以医疗健康打造价值增长新引擎。公司以医疗健康打造价值增长新引擎, 创新推出中国版“管理式医疗模式”, 为个人及团体客户提供“省心、省时、又省钱”的一站式医疗健康服务, 赋能金融主业。截至 2022 年 9 月末, 在平安近 2.28 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。
- 盈利预测与投资评级: 棋至中盘心未改, 曙光初现待时飞。我们维持盈利预测, 预计公司 2022 年至 2024 年归母营运利润增速为 3.4%、3.0% 和 8.2%, NBV 增速分别为 -17.3%、3.4% 和 12.3%, 2023 年起寿险改革红利有望逐步释放。采用分部估值法对中国平安进行估值, 给予 0.76 倍集团 P/EV 目标估值, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 寿险改革进程推进低于预期、疫情防控优化进程低于预期、产品端改革成效低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.95
一年最低/最高价	35.90/56.23
市净率(倍)	0.98
流通 A 股市值(百万元)	486,928.27
总市值(百万元)	821,696.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	45.89
资产负债率(% ,LF)	89.67
总股本(百万股)	18,280.24
流通 A 股(百万股)	10,832.66

相关研究

《中国平安(601318): 2022 年三季度报点评: 疫情散发拖累资产负债两端, 关注开门红预期催化》

2022-10-27

《中国平安(601318): 2022 年中报点评: 队伍质态现拐点 分红增长显韧性》

2022-08-23

内容目录

1. 对公司本轮股价大幅下跌的几点思考	4
1.1. 引言	4
1.2. 中国平安本轮股价下跌复盘	4
1.3. 短期看疫情，中期看队伍，长期看产品	5
2. 外部环境：曙光初现待时飞	6
2.1. 地产风险边际变动分析	6
2.2. 疫情防控形势边际变动分析	8
2.3. 外部因素助推开门红预期催化	9
3. 标识焕新：初心不改得始终	11
3.1. 历次 logo 焕新	11
3.2. 公司核心管理团队解读	11
3.3. 初心不改，聚焦以客户为中心	12
4. 寿险改革：“四渠道三产品”框架日臻完善	13
4.1. 寿险渠道：夯实优才，探索多元	14
4.1.1. 代理人渠道	14
4.1.2. 银保渠道	16
4.2. 寿险产品：“三经”聚健养，“四维”区定位	17
5. 以医疗健康打造价值增长新引擎	18
5.1. 创新推出中国版“管理式医疗模式”	19
5.1.1. 用户端	20
5.1.2. 服务商端	20
5.1.3. 支付端	20
5.2. 医疗生态赋能金融主业	20
5.2.1. 获客	21
5.2.2. 加保	22
6. 寿险营运利润：业务品质优良，摊销稳健增长	24
6.1. 剩余边际摊销稳健增长	24
6.2. 2023 年寿险 OPAT 有望重拾较快升势	24
6.3. 寿险业务估值分析	26
7. 盈利预测与投资建议	27
7.1. 盈利预测	27
7.2. 投资建议	28
8. 风险提示	29

图表目录

图 1:	中国平安股价逾五成下跌复盘	4
图 2:	上市险企队伍规模持续下滑（单位：万人）	5
图 3:	平安寿险及健康险 NBV 增速持续下滑	5
图 4:	当前处于新单和队伍的“L 型底部”	5
图 5:	中国平安涉房投资占比高于同业（截止 1H22）	7
图 6:	平安持仓地产个股股价持续低迷，近期触底反弹势头强劲（首日收盘价对应 100 基值） ..	7
图 7:	疫情对资产负债两端的影响复杂而深远	8
图 8:	居民储蓄占比逐年提升	10
图 9:	近年来居民防御性存款意愿增强	10
图 10:	公司核心管理团队解读	12
图 11:	平安寿险持续推动“4 渠道+3 产品”的改革战略	14
图 12:	“优+计划”为代理人提供双路径发展路线	15
图 13:	公司三好五星营业部建设要求	15
图 14:	中国平安集团与平安银行实现双赢	16
图 15:	“高端康养、居家养老、健康管理”三条经线服务民生	18
图 16:	公司创新探索“HMO+家庭医生+O2O”集团管理式医疗模式	19
图 17:	中国平安创新推出中国版“管理式医疗模式”	19
图 18:	平安医疗健康生态圈赋能金融主业	21
图 19:	医疗生态圈助力金融主业获客（单位：百万人）	22
图 20:	持有多家子公司合同的个人客户数稳步提升	22
图 21:	平安好医生累计注册用户量及同比	22
图 22:	平安好医生三类医生数量逐年增加（单位：人）	22
图 23:	个人客户客均合同数（单位：个）	23
图 24:	个人客户客均 AUM（单位：万元）	23
图 25:	平安寿险剩余边际摊销稳健增长	24
图 26:	平安寿险剩余边际占责任准备金比例高	24
图 27:	寿险公司 P/EV-ROEV 估值体系探秘	26
表 1:	近期地产相关政策环境变化	6
表 2:	中国平安（集团）持有部分地产权益梳理（单位：百万元人民币）	7
表 3:	疫情防控形势出现向好迹象	9
表 4:	中国工商银行各期限存款利率（单位：%）	9
表 5:	中国平安 2022 年 2023 年开门红产品比对	10
表 6:	中国平安历次 logo 焕新一览图	11
表 7:	平安寿险改革主要历程	13
表 8:	平安银行家保费及平安银行中收规模测算	17
表 9:	“平安臻享 RUN”健康管理计划的保障内容	23
表 10:	平安寿险及健康险剩余边际摊销及营运利润（单位：百万元）	25
表 11:	平安寿险及健康险业务 P/EV 估值情景分析	26
表 12:	中国平安核心财务指标（单位：百万元）	27
表 13:	中国平安分部估值法（单位：百万元）	29

1. 对公司本轮股价大幅下跌的几点思考

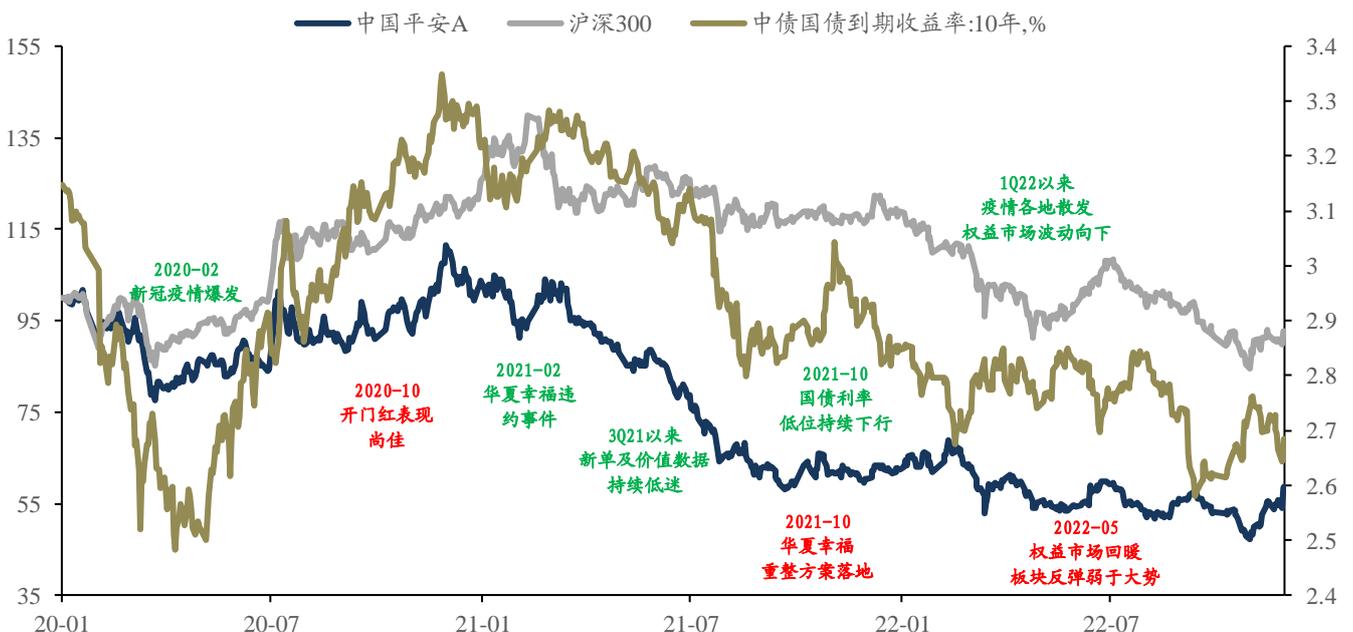
1.1. 引言

俗话说：“棋到中盘方知险，落子为定终须全”。因为中盘棋，千变万化，需要时刻警惕“一着不慎、满盘皆输”的情况发生。2019年以来，公司在行业下行期叠加新冠疫情散发的内外部环境交织影响下，主动、持续、积极推进寿险改革。行百里者半九十，改革从来都不是一朝一夕的事，改革总是在进行中才有新的发现。随着疫情防控情势不断修复向好，寿险板块有望迎来戴维斯双击，而短期资产端的逻辑弹性更强，长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效。白居易有言“输赢须待局终头”，我们相信平安作为寿险改革先行者，有望引领行业摸索着走出困境。

1.2. 中国平安本轮股价下跌复盘

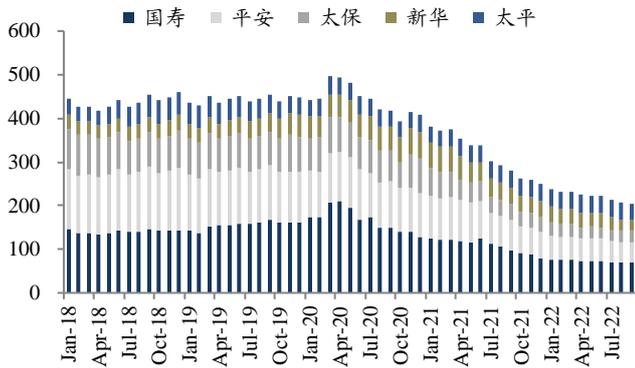
公司股价受新冠肺炎疫情持续散发、地产行业基本面下行、长端利率迭创年内新低以及权益市场大幅波动等交织因素影响，股价自高点下跌逾 50%。中国平安股价高点于 2020 年 7 月达逾 90 元/股，此后受华夏幸福地产违约、疫情持续散发拖累新单及价值增长、长端利率和权益市场震荡下行以及公司寿险改革成效持续低于预期等内外部因素交织影响，当前公司股价在 40 元/股左右低位徘徊，最大跌幅逾五成。从公司基本面来看，前三季度公司实现 NBV 同比下降 26.6%（可比口径同比下降 18.9%，系 2021 年末调整更为谨慎的精算假设），归因来看 NBV-FYP 同比下降 11.9%，NBV Margin 同比下降 4.9 个 pct.至 25.80%，3Q22 单季扩大系受疫情散发冲击，新单降幅扩大所致。

图1：中国平安股价逾五成下跌复盘



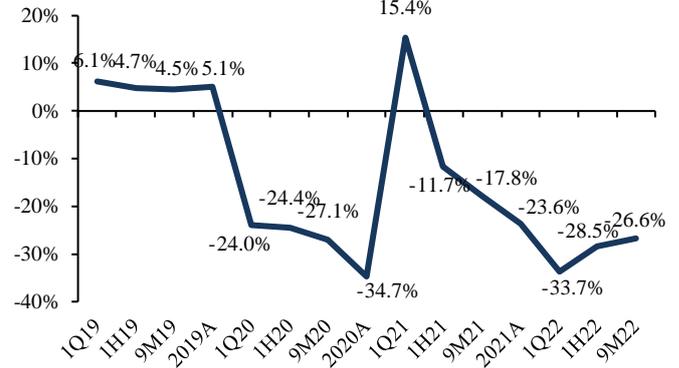
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：首日收盘价对应 100 基值

图2: 上市险企队伍规模持续下滑 (单位: 万人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 平安寿险及健康险 NBV 增速持续下滑

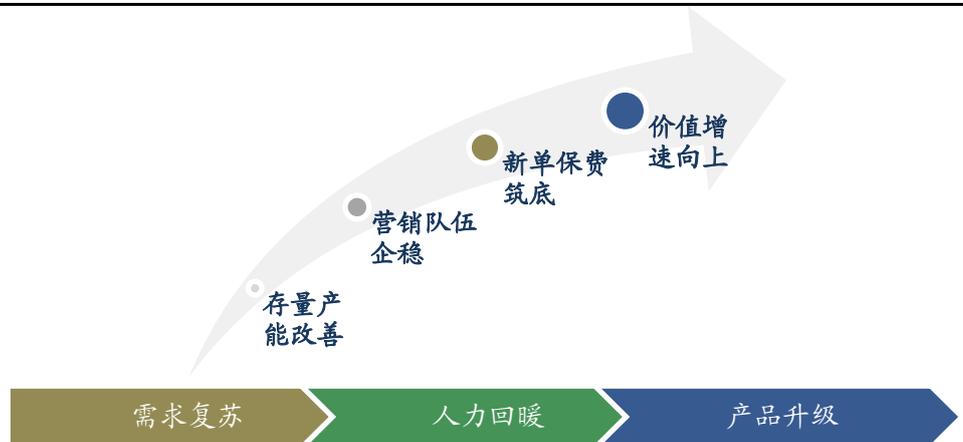


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 短期看疫情, 中期看队伍, 长期看产品

我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情, 中期看队伍, 长期看产品。随着疫情防控形势不断修复向好, 寿险板块有望迎来戴维斯双击, 而短期资产端的逻辑弹性更强, 长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效, 主要是系寿险业可选消费属性较强, 需要经历“需求复苏、人力回暖、产品升级”进程。我国寿险业总体从 2018 年开始步入瓶颈期, 面临保费增速下降、代理人队伍流失、新业务价值下滑交织困境, 疫情散发拉长了传统寿险业深陷困境的时间。市场持续等待寿险负债端拐点信号, 虽然供给需求两端未出现实质性结构性改革成效, 但机遇正在酝酿。从供给侧来看, 随着近年来清虚力度的加大, 虽然上市险企队伍数量仍在探底, 但降幅明显逐季收窄且队伍产能持续复苏, “老人”成为新单和价值的主要贡献。从需求侧来看, 储蓄型业务销售回暖得益于低利率环境下, 安全性、收益性和流动性的综合优势逐步显现。当前处于负债端“L型底部”, 增速恢复需要经历“存量产能改善——营销队伍企稳——新单保费筑底——价值增速向上”, 当前处于第二阶段向第三阶段过渡调整期。中国平安隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性, 较低的估值水平给予安全垫, 边际向好的内外部环境赋予估值弹性。

图4: 当前处于新单和队伍的“L型底部”



数据来源: 东吴证券研究所整理

2. 外部环境：曙光初现待时飞

2.1. 地产风险边际变动分析

地产政策风险是悬在公司股价至上的达摩克利斯之剑，公司所持地产风险敞口和地产行业政策风向成为投资者关注要点。截止 2022 年中报，公司不动产投资规模占总投资资产 5.2%，较年初小幅下降 0.3pct.，占比略高于上市同业平均水平，期末余额为 2228.33 亿元（其中股权投资占比 23.5%，债权投资占比 24.5%，物权投资占比 52.0%）。虽然占比不高，但若出现减值对当期利润表净利润和现金分红为基础的营运利润均有一定程度的冲击。以 2021 年为例，中国平安对华夏幸福相关投资资产进行减值计提、估值调整及权益法损益调整金额合计为 432 亿元，其中股权类 159 亿元，债权类 273 亿元；对税后归母净利润影响金额为 243 亿元（静态占比 23.9%），对税后归母营运利润影响金额为 73 亿元（静态占比 4.9%）。值得注意的是，公司作为综合金控平台，旗下平安银行也主动披露自身面对房地产风险管理手段，截至 2022 年 6 月末，平安银行实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等承担信用风险的业务余额合计 3,414 亿元，其中主要为对公房地产贷款余额 2,980 亿元，其中：1.房地产开发贷共 1,058 亿元，全部落实有效抵押，平均抵押率 43%，97%分布在一、二线城市城区及大湾区、长三角区域；2.经营性物业贷、并购贷款及其他合计 1,923 亿元，以成熟物业抵押为主，平均抵押率 46%，96%分布在一、二线城市城区及大湾区、长三角区域。虽然从集团到各子公司层面，均高度重视房地产行业风险防范和质量管控，强化风险排查及管控化解工作，但公司所持地产风险敞口和地产行业政策风向成为投资者关注要点。

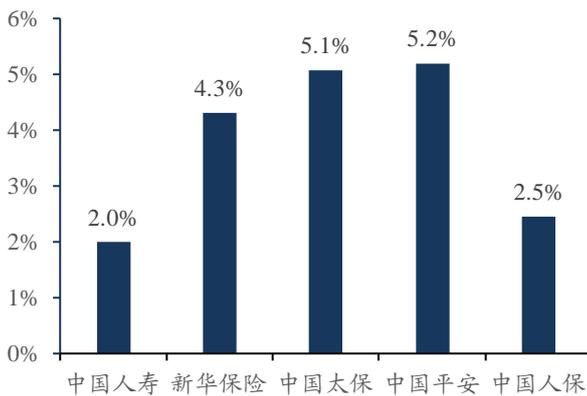
表1: 近期地产相关政策环境变化

时间	相关政策	主要内容梳理及影响分析
2022 年 11 月 11 日	央行金融支持房地产“16 条”	保持房地产融资平稳有序，积极做好“保交楼”金融服务，积极配合做好受困房地产企业风险处置，依法保障住房金融消费者合法权益，阶段性调整部分金融管理政策，加大住房租赁金融支持力度
2022 年 11 月 8 日	交易商协会工作动态	继续推进扩大民营企业债券融资支持工具
2022 年 11 月 23 日	多家大行宣布与数家房企达成战略合作，新增授信规模数千亿元	交通银行、农业银行、中国银行、工商银行、邮政储蓄银行等多家大行宣布与数家房企达成战略合作，新增授信规模数千亿元
2022 年 9 月末	监管窗口指导各地分行加大对房地产融资的支持力度	具体指标是要求每家大行年内对房地产融资至少再增加 1000 亿元，融资形式包括房地产开发贷款、居民按揭贷款以及投资房地产开发商的债券
2022 年 11 月 28 日	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，支持房地产企业股权融资。包括：1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3) 调整完善房地产企业境外上市政策；4) 进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；5) 积极发挥私募股权投资基金作用

数据来源：央行，交易商协会，东吴证券研究所

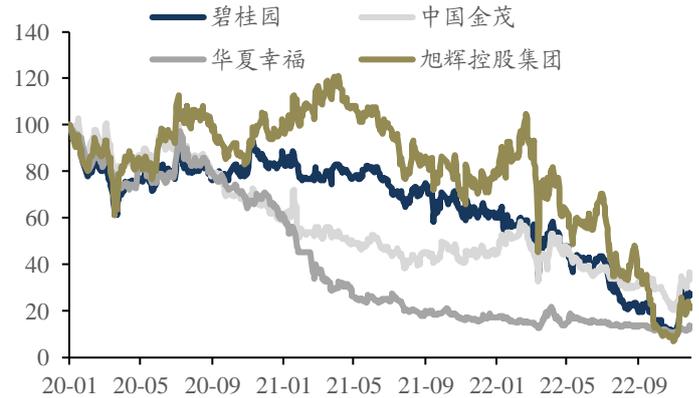
近期地产纾困政策渐次落地，力度持续加大，房地产风险有稳妥化解趋势。2022年11月以来，从交易商协会和中债增支持民营企业融资、央行和银保监会发布的金融支持房地产十六条，到各大国有银行和房企签约授信额度，再到当前证监会支持房地产企业股权融资等，“三支箭”依次落地，形成了信贷、债务融资、股权融资的多维度融资支持政策体系，意味着政策导向彻底扭转，保市场主体的思路彻底明确。当前房地产风险有稳妥化解趋势，地产政策风险这一板块2022年以来最大的估值掣肘正在初步消退。

图5: 中国平安涉房投资占比高于同业 (截止 1H22)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 平安持仓地产个股股价持续低迷, 近期触底反弹势头强劲 (首日收盘价对应 100 基值)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

当前地产政策的边际放松对中国平安估值提振将显著高于同业。一方面，从险资涉房投资余额占比来看，平安涉房投资占比高于主要同业，经估计，截至 1H22 平安、太保、新华、国寿四家涉房投资占比分别为 5.2%、5.1%、4.3%及 2.0%。较高的涉房投资比例意味着平安受地产政策风险因素影响的显著度更高。另一方面从平安所持地产敞口来看主要以头部民营企业为主，包括碧桂园、华夏幸福、旭辉控股(集团)等，此类地产公司在持续两三年的行业下行大背景下，有望在本次支持政策推出后实现经营的显著改善。近期碧桂园、华夏幸福等个股均呈现了强有力的触底反弹。

表2: 中国平安(集团)持有部分地产权益梳理(单位: 百万元人民币)

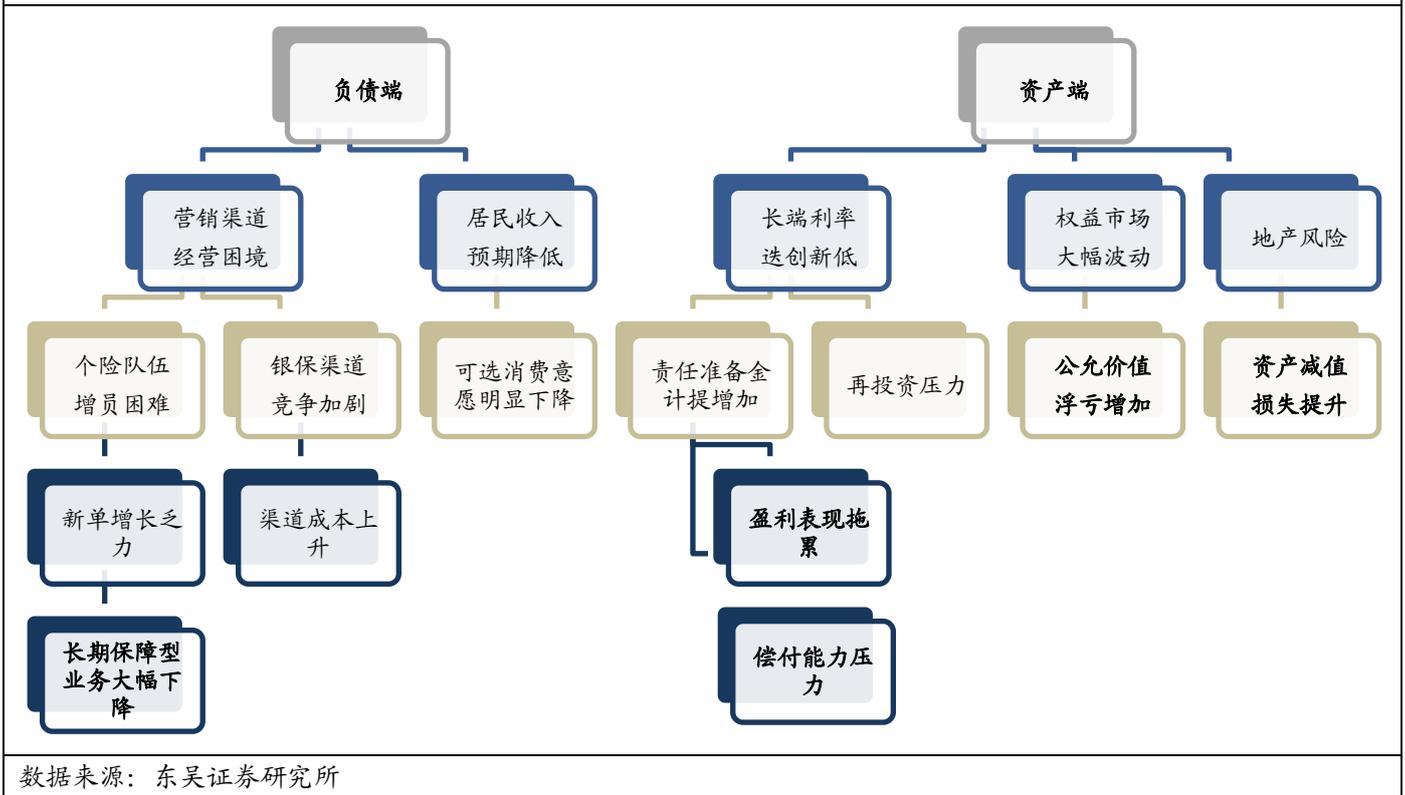
平安所持地产权益	持股比例	计量	是否上市	期末账面价值	期末公允价值
碧桂园	7.99%	公允价值	2007.HK	5,557	5,713
中国金茂	14.02%	长股投	0817.HK	7,284	3,138
华夏幸福置业	25.02%	长股投	600340.SH	3,154	2,752
上海怡滨置业	41.80%	长股投	否	13,345	-
旭辉控股(集团)	7.91%	长股投	0884.HK	4,336	810
广州瓊仑房地产开发有限公司	39.92%	长股投	否	3,233	-
北京昭泰房地产开发	24.95%	长股投	否	1,632	-
武汉市地安君泰房地产开发	49.80%	长股投	否	482	-

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所; 注: 持股比例为 2021 年末, 账面价值截止 2021 年末, 公允价值计量截止日为 2022 年 11 月 30 日

2.2. 疫情防控形势边际变动分析

疫情持续蔓延对寿险公司资产负债两端带来深远而复杂的影响。疫情对于寿险业的影响深远而复杂，深远反映影响的程度，而复杂则反映各项因素（直接因素、间接因素）相互交织、内生共振从而将影响进一步放大。从负债端来看，主要包括营销渠道经营困境以及居民收入的预期降低；从资产端来看，主要包括长端利率迭创新低、权益市场大幅波动以及地产风险等。复杂则体现为上述影响因素交织影响，例如：疫情前寿险业景气度已下行，居民可选消费意愿下降将降低以重疾险为代表的长期保障型产品价值创造能力，资产端方面利率、权益和地产三者产生内生交织影响。

图7：疫情对资产负债两端的影响复杂而深远



疫情防控形势向好迹象利好寿险行业资产负债两端逐步回暖。11月11日国务院对当前疫情防控措施进行了部分优化调整，提出“疫情防控二十条”举措，这次优化调整是在“动态清零可持续”总方针下针对密接管控、风险区管理以及核酸检测要求等方面适当放松，例如：密切接触者“7+3管理”调整为“5+3管理”、风险区划分由“高、中、低”三等减少为“高、低”两等级等。疫情防控形势的向好将有力支撑寿险行业复苏，资产端体现在权益市场复苏、经济复苏预期向好所引致的投资表现回暖，而负债端则体现在规模人力的复苏和新单价值数据的恢复。中国平安作为寿险龙头则有望在行业复苏的大背景下实现率先突破。

表3: 疫情防控形势出现向好迹象

时间	主要内容	影响分析
2022年11月11日	疫情防控二十条	1.对密切接触者,将“7天集中隔离+3天居家健康监测”管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”,期间赋码管理、不得外出。2.不再判定密接的密接。3.将高风险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”,期间赋码管理、不得外出。4.将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类,最大限度减少管控人员。
	北京优化核酸检测要求	自11月30日起,对全市长期居家老人、居家办公和学习人员、婴幼儿等无社会面活动的人员,如果无外出需求,可以不参加社区核酸筛查
2022年11月30日	广州落实国务院20条解除临时管控区	广州各个行政区发布通告,即时解除各临时管控区的管控措施。该等区域转而按低风险区实施管理。
	国务院副总理孙春兰30日在国家卫生健康委召开座谈会	提出随着奥密克戎病毒致病性的减弱、疫苗接种的普及、防控经验的积累,我国疫情防控面临新形势新任务。指出防控工作稳中求进,防控政策持续优化,走小步不停步。强调落实好“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求。

数据来源: 财新网, 中国政府网, 东吴证券研究所

2.3. 外部因素助推开门红预期催化

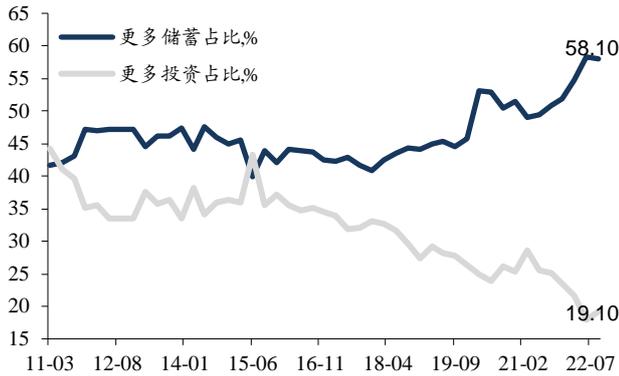
外部环境因素利好开门红产品销售,中国平安开门红或有超预期表现。外部环境利好因素有二: 1) 竞品收益率逐步下滑; 2) 居民存款意愿不断提升。具体表现在, 2022年9月15日, 大型银行各期限存款利率均有不同程度下降, 其中定期存款利率3年(整存整取)下降幅度较高, 这是2015年10月以来首次下调存款利率水平, 信号意义较强, 体现了利率中枢下移的趋势。相比之下开门红产品保底结算利率和演示利率的吸引力有所提升。人民银行3Q22城镇储户调查问卷结果显示, 倾向于更多储蓄的居民占58.1%, 相较去年同期增长7.3个pct., 2022年前十个月居民活期和定期存款增速分别为8.6%和18.6%, 居民防御性存款意愿增强, 也为增额终身寿险等开门红产品的销售奠定基础。

表4: 中国工商银行各期限存款利率(单位: %)

指标名称	活期存款	定期3月	定期6月	定期1年(整存整取)	定期2年(整存整取)	定期3年(整存整取)	定期5年(整存整取)
2012-06-08	0.44	3.10	3.30	3.50	4.10	4.65	5.10
2012-07-06	0.35	2.85	3.05	3.25	3.75	4.25	4.75
2014-11-22	0.35	2.60	2.80	3.00	3.50	4.00	4.25
2015-03-01	0.35	2.35	2.55	2.75	3.25	3.75	4.00
2015-05-11	0.35	2.10	2.30	2.50	3.00	3.50	3.75
2015-06-28	0.35	1.85	2.05	2.25	2.75	3.25	3.35
2015-08-26	0.35	1.60	1.80	2.00	2.50	3.00	3.05
2015-10-24	0.30	1.35	1.55	1.75	2.25	2.75	2.75
2022-09-15	0.25	1.25	1.45	1.65	2.15	2.60	2.65

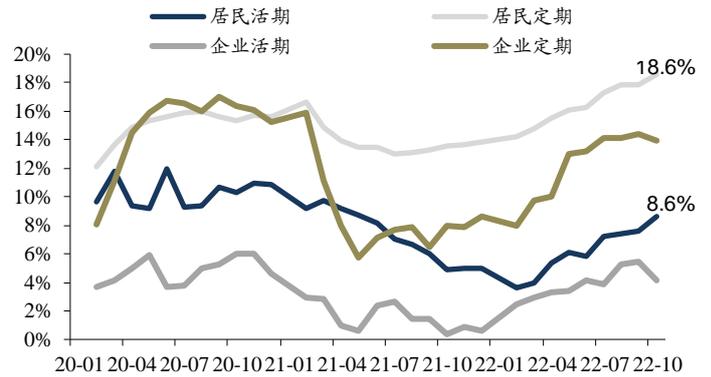
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 居民储蓄占比逐年提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 近年来居民防御性存款意愿增强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

内外部环境因素利好, 期待开门红超预期表现, 预计 1Q23 上市险企新单和价值有望迎来大个位数正增长的修复。10 月国寿和平安陆续开启开门红第一阶段短储产品销售, 产品形态与去年同期基本一致。对比两年开门红产品, 产品形态基本一致, 主险 IRR 略有提高。中国平安近两年开门红产品形态基本保持一致, 着重推出年金险搭配万能账户, 今年又推出盛世金越增额终身寿险。缴费方式上选择更多, 经测算, 2023 年开门红主打年金险主险 IRR (1.77%/1.82%) 略高于 2022 年 (1.63%/1.75%)。根据当前的开门红产品销售反馈情况, 在内外部环境因素双向利好、产品供给表现稳定的情况下, 平安 2023 年开门红预估将实现超两位数的增长。横向对比各头部险企的开门红产品, 产品形态同质化现象依然显现, 差异化主要体现在保单背后的配套服务, 平安 2023 年开门红产品凭借形态多样、收益率尚佳等优势在同业众多开门红产品中具备一定竞争力。

表5: 中国平安 2022 年 2023 年开门红产品对比

产品名称	盛世金越	御享财富养老	平安御享财富	御享财富养老	御享财富
产品类型	终身寿险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险
定价利率	传统	传统	传统	传统	传统
缴费方式	趸交/3 年/5 年	趸交/3 年/5 年	3 年/5 年	3 年	3 年
保险期间	终身	10 年	8 年	10 年	8 年
附加账户	-	聚财宝终寿 (万能)、聚财宝养老 (万能)	聚财宝终寿 (万能)	聚财宝账户	聚财宝账户
产品卖点	保单贷款, 双被保险人	保单贷款, 部分支取, 搭配万能账户	保单贷款, 部分支取, 搭配万能账户	养老保障, 领取期年金每年按 5% 稳健增长	期限缩短
IRR (主险)	3.10%	1.77%	1.82%	1.63%	1.75%
万能账户保底收益率	-	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
万能险账户演示收益率	-	5%	5%	5%	5%
IRR (叠加平均万能账户)	-	3.24%	2.87%	2.78%	2.81%
开门红年份	2023	2023	2023	2022	2022

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3. 标识焕新：初心不改得始终

2022年8月末，中国平安集团宣布正式焕新、升级公司品牌标识，主要将现有品牌标识中的标语“金融科技”升级为“专业价值”，品牌标识主体的中文和拼音“PINGAN”保持原版设计。

3.1. 历次 logo 焕新

中国平安成立至今经历了5次品牌升级，印证了公司从单一保险业务向“综合金融+医疗健康”双轮并行、科技驱动的战略升级历程。1992年，公司推出了绿红两色组合的标识设计，意喻初创的平安充满活力，潜力无限。2002年，为配合成立集团公司的历史性突破，平安第二次升级品牌标识，标识主体文字由“平安保险公司”更新为“中国平安”，配以延续至今的橙红色元素，体现成熟和活力。并首次在品牌标识中突出“专业·价值”，“专业创造价值”的核心理念也从此深植平安的品牌文化之中。随着综合金融稳步前行，为表达平安对综合金融战略、一站式服务模式的坚持，2008年，平安更新品牌标识的标语为“保险·银行·投资”。2018年，标语升级为“金融·科技”，表达平安对科技赋能服务、极致用户体验的追求。进入2022年，面对新时代、新机遇、新挑战，中国平安的新价值文化与时俱进，平安的品牌建设回归本源，重新将“专业”和“价值”写入品牌标识中，意喻向“综合金融+医疗健康”双轮并行、科技驱动的战略升级，促进公司品牌建设和文化建设的高度融合。

表6：中国平安历次 logo 焕新一览图

使用时间	Logo 标识	标识内涵
1992年—2002年		绿红两色组合的标识设计，意喻初创的平安充满活力，潜力无限
2002年—2008年		首度在品牌标识中推出标语“专业·价值”，“专业创造价值”的核心理念从此深植平安的品牌文化之中
2008年—2018年		随着综合金融稳步前行，标语更新为“保险·银行·投资”，表达平安对综合金融战略、一站式服务模式的坚持
2018年—2022年		标语升级为“金融·科技”，表达平安对科技赋能服务、极致用户体验的追求
2022年—至今		品牌建设回归本源，不忘初心，意喻向“综合金融+医疗健康”双轮并行、科技驱动的战略升级

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 公司核心管理团队解读

铸就长青基业、构筑百年品牌。此次品牌标识变化，既是一次回归、传承，更是一种升级、焕新；既是中国平安“综合金融+医疗健康”战略转型的必然选择，更是品牌文化历程的一座重要里程碑。公司创始人兼董事长马明哲认为，百年品牌承载着企业始终如一的文化内核，更回应着时代脉搏发展与企业战略革新。此次品牌标识变化标志着平安作为一家优秀民族企业，将深深扎根于中华大地、坚定保持战略定力、殷切响应时

代呼声，同时放眼未来，着眼于公司的百年基业，彰显着平安构筑国际领先的一流品牌的信心与决心。

恒者行笃，以不变应万变。在集团董秘兼品牌总监盛瑞生看来，时代总会提出新的命题，客户总会出现新的需求。而在这种无尽的变化中，平安的品牌愿景、品牌承诺、品牌温度、品牌理念始终未变。从改革开放初期再到如今的新时代，尽管时代命题在变、客户需求在变，但平安始终心系客户、扎根时代；客户需求在更新，平安的业务形态随之扩充、金融产品随之丰富、综合化服务能力随之提升，但对专业、价值、简单的坚守始终未变；平安与时俱进、开拓创新，变化的是品牌标识、品牌代言人、品牌广告等品牌元素，不变的，是温度与情感始终作为平安与客户沟通的品牌要义，“专业创造价值”始终作为平安人的行动指南和不懈追求。

图10: 公司核心管理团队解读

<p>•此次品牌标识变化，既是一次回归、传承，更是一种升级、焕新；既是中国平安“综合金融+医疗健康”战略转型的必然选择，更是品牌文化历程的一座重要里程碑。</p> <p>中国平安集团董事长马明哲在2022年平安中报的致辞</p> 	<p>•时代总会提出新的命题，客户总会出现新的需求。而在这种无尽的变化中，平安的品牌愿景、品牌承诺、品牌温度、品牌理念始终未变。恒者行笃，以不变应万变，深深扎根中华大地，这就是平安的品牌制胜之道。</p> <p>平安集团董秘兼品牌总监盛瑞生专访</p> 	<p>•今天回归专业和价值是让客户知道，我们做医疗和金融是专业的，我们的产品和服务是专业的，这种专业能力能够为集团创造价值，也会给客户带来的很好的价值。不谈科技不代表不重要，科技是平安的DNA，是强大的内生性驱动力。</p> <p>平安集团总经理兼联席CEO、平安银行董事长谢永林</p> 	<p>•以客户需求为导向，怎么做比做什么更重要，所以公司决定统一凸出专业、价值理念，展现我们一直以来在做的事情，并将其融入金融、医疗、科技。</p> <p>平安集团联席首席执行官、常务副总经理陈心颖</p> 
--	--	--	---

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

公司将 Logo 标识调整为“专业·价值”，标志着新十年发展战略的驱动模式真正体现“以人民为中心”的愿景追求，体现以“客户需求”为导向的经营理念。科技两字去除不代表科技不重要而是已成为组织内生动力，而是从过去“平安健康做什么”转向“平安健康怎么做”——将专业服务嵌入养老管家和家庭医生，深化“综合金融+医疗健康”双轮并行、科技驱动战略，构建“金融+养老”、“金融+健康”等产业生态。

3.3. 初心不改，聚焦以客户为中心

百年品牌，愿景为先，“专业”和“价值”解读。面对人民群众日益多元的金融消费需求，响应党和国家的健康中国战略，平安将品牌愿景确立为“以人民为中心，以民族复兴为己任，成为国际领先的综合金融、医疗健康服务提供商”。

“专业”指的是平安通过专业的金融顾问、专业的家庭医生和专业的养老管家，为客户提供“省心、省时、又省钱”的消费体验；**何来“价值”**？指的是平安对客户坚持

“服务至上、诚信保障”，为员工提供“生涯规划、安居乐业”，为股东创造“稳定回报、资产增值”，对社会履行“感恩回馈、建设国家”。平安的立业之基、立司之本、文化之源，始终与党的初心使命同频，与人民的福祉相连，与国家的发展共振。

初心不变、核心如一、聚焦以客户为中心。“专业创造价值”始终是平安人服务广大客户的行动指南和不懈追求。“专业，让生活更简单”始终是对客户的坚定品牌承诺。回望平安的历次品牌标识及品牌口号革新，变的是与中国市场及消费者的沟通语言，不变的是 34 年来的文化与传承。它们无一不紧紧围绕消费者的需求、中国市场的变化，并在革新中与广大客户实现了“认知-功能-价值-需求驱动”的沟通旅程，体现了平安初心不改、内外如一的使命，和孜孜不懈、永无止境的追求：为股东、客户、员工及社会大众创造长期的利益及价值。

4. 寿险改革：“四渠道三产品”框架日臻完善

2018 年末以来，平安持续推动寿险改革战略。传统寿险行业正面临着内外部诸多挑战，受新冠肺炎疫情反复的影响，客户需求变化，消费趋于谨慎，重疾险产品销售难度提升。同时，伴随着灵活就业兴起以及人口红利逐渐消退，寿险行业过去粗放式的人力驱动发展模式已经难以持续，转型及变革刻不容缓。长期来看，中国居民保障需求依然强劲，寿险行业面临的上述挑战并不会对行业广阔的发展前景带来根本性的改变。2020 年 9 月，平安寿险改革进入实施阶段，进一步强调渠道升级、产品升级、经营升级三大方向。改革项目更聚焦于寿险改革 12 大重点项目的实施落地。2021 年起，平安寿险改革持续深化改革，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 年公司逐步深化推广数字化试点，深化转型项目落地。

表7：平安寿险改革主要历程

时间	主要进程
2018.8	开始萌芽：渠道及产品调整逐步开展
2019.11	寿险改革领导小组成立，马明哲亲自挂帅，陈心颖全面负责主要项目，姚波、陆敏任副组长，下设执行小组副组长包括集团企划部总经理付欣、寿险 CEO 兼总经理余宏等。7 大模块：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
2020.6	渠道+产品：马明哲董事长重申改革方向“渠道+产品”双轮驱动，打造数字寿险，实现“4D”赋能
2020.9	实施阶段。进一步强调渠道升级、产品升级、经营升级三大方向。改革项目更聚焦于寿险改革 12 大重点项目的实施落地
2021.1	持续深化改革，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。 2021 年平均人力下滑 24.5%，但素质提升：大专以上占比较 2021 年初上升 2.4 个百分点；队伍行为提升：人均拜访量同比上升 2-3 倍 2021 年人均首年保费提升 22%，销售提效：人均长险件数同比增长 7%；队伍结构调整：高件均储蓄型占比上升带动件均 FYP 同比增长~15%
2022 年	逐步深化推广数字化试点，深化转型项目落地

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2021 年以来，平安寿险“4 渠道+3 产品”的改革战略框架日臻完善。在寿险改革的渠道方面，平安寿险深化代理人渠道改革转型，加强与平安银行的合作，同时积极探索社区网格化、下沉渠道等创新渠道，持续推动多渠道高质量发展。在寿险改革的产品方面，平安寿险依托集团医疗健康生态圈，通过“保险+健康管理”、“保险+高端养老”、“保险+居家养老”三大核心服务构建差异化竞争优势。

图11: 平安寿险持续推动“4 渠道+3 产品”的改革战略



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.1. 寿险渠道：夯实优才，探索多元

代理人渠道仍为寿险转型基本盘，多元化渠道贡献逐步提升。自改革以来，平安持续推动单一代理人渠道向多渠道转型，以四大渠道并重推动渠道结构调整，为寿险业务的高质量发展奠基。四大渠道分别为代理人渠道、社区网格化渠道（包括原电销业务）、银行优才渠道及下沉渠道，其中代理人渠道聚焦分层与精细化经营，“钻石队伍”、“潜力队伍”、“新人队伍”齐发力，推动“三高”队伍转型；社区网格化渠道构建“线上+线下”、“农夫式”社区深耕经营模式，发展高素质网格化专员队伍，并通过先服务、后销售的方式转化存量“孤儿单”；银保渠道则建立精英新银保团队，共享银行优质客户资源，打造“保险+金融”的一站式财富管理；下沉渠道剑指三四线城市及乡镇县潜在客户的创新渠道发展。

4.1.1. 代理人渠道

斥资 10 亿重磅投入，剑指打造三高队伍。2022 年 7 月平安人寿召开 2022 “优+人才招募计划发布会”。党委书记，董事长杨铮、队伍发展总监周卫东、优才队伍代表等向优秀人才发出诚挚邀请。中国平安斥资 10 亿打造全新“优+人才招募计划”，旨在培养高素质、高绩效、高品质的“三高”代理人队伍。收入端，构建行业领先的收入体系和福利待遇，为新人提供最长 18 个月、最高 6 万元/月的训练津贴和持续 12 个月、最高 2 万元/月的护航津贴，针对高绩效新人最高可达 20 万元的一次性奖励。培训端，将新人职业发展分为培育期、发展期、晋升期三个阶段，建立专属多层次培养体系，包括：1) 体系化培训，由绩优、主管等五大系统课程组成；2) 线上学习平台，通过平安知鸟、

Askbob 等线上平台提供 7*24 小时的课程与答疑支持；3) 健康管理师、财务策划师和金融分析师等外部认证培训与名校名企游学机会。个人发展方面，公司提供个人销售与团队发展两条职业发展路线。销售路线重在个人成长与客户服务，2021 年，平安人寿销售精英为客户提供超过 4000 亿元保障，人均月收入近 3 万元。团队路线旨在打造专业化的保险团队管理者，当前平安人寿优秀部经理均管理超百人团队，年收入超过百万，本次优+招募计划还特别设置了最高 160 万元的晋升发展奖，鼓励新人快速健康晋升。

剑指打造三高队伍，转型成效初显可期。当新人队伍方面，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 年前三季度，新增人力中“优+”占比同比提升 10.3 个 pct.。钻石队伍方面，2022 年前三季度，钻石队伍人均首年保费是整体队伍的 4.8 倍。平安寿险数字营业部改革稳步推进，年底面向全国营业部改革推广。

平安推进“三好五星”营业部建设，让总部听到前线打仗的声音。平安寿险积极运用数字化手段赋能代理人，提升服务客户的质量。营业部基础数字化，即“三好五星”标准+增员、培养、产能、绩效、管理五大模块工具赋能，已实现 100% 全系统覆盖。“三好五星”评价体系依托数字化工具，围绕“业绩好、质量好、行为好”三大维度，以“行为好支撑质量好，质量好驱动业绩好”为内在逻辑，建立起统一的、科学的营业部分级评价体系，成为代理人渠道转型的重要抓手，引导营业部夯实管理基础，坚定向高质量发展转型。1H22，根据中期业绩发布会陈心颖总分析，当前数字化营业部已覆盖逾 65% 机构（贡献约 80%NBV），通过四批试点，12-18 个月已试点非沪地区 NBV 实现 2Q22 同比两位数增长，3-4 个月队伍行为改变，4-9 个月队伍质量提升。

图 12: “优+计划”为代理人提供双路径发展路线



数据来源：优+人才招聘计划发布会，东吴证券研究所

图 13: 公司三好五星营业部建设要求



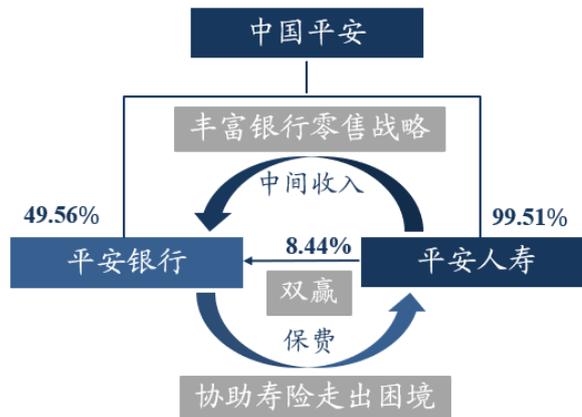
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

严格过程考核，推动队伍形成正反馈。搭建“三好五星”评价体系有助于打破过往“唯业绩论”的营业部管理办法，从过程出发建立全流程追踪管理的系统化评价体系。通过执行这一覆盖行为、质量、业绩的全方位、可复制的方法论，既为代理人赋能，明确奋斗目标，人人争优，也为营业部提质增效提供抓手，以标准化流程实现精细化经营，形成“留存提升→质态改善→收入增加→吸引优增”的正反馈机制。

4.1.2. 银保渠道

银行优才，谱写寿险改革与财富管理协奏曲。2021年10月，平安新银保团队正式成立，是平安银行牵头打造的一支“高质量、高产能、高收入”懂保险的财富管理队伍，旨在为私行及财富管理业务的可持续增长开拓新赛道，该队伍将结合平安银行和平安寿险的资源优势，以客户为中心，提供全方位资产配置规划和一站式综合金融解决方案，并在寿险改革渠道升级中释放银保价值潜力。截止2022年9月该队伍已招募超1,000人，超9成拥有本科学历，业绩贡献逐步提升。平安寿险同时也加强了与外部银行的合作，并提升队伍专业化程度，实现业务稳定增长。为满足客户需求，平安寿险持续完善银保化产品体系，三季度推出“御享年年”增额终身寿新产品，上市后即获得渠道及客户认可，销售态势向好。

图14: 中国平安集团与平安银行实现双赢



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

我们测算了平安新银保团队对平安银行中收、平安寿险及健康险新业务价值和内部交易抵消集团费用支出的影响，我们结合平安银行家队伍规模、队伍质态、银行中收创造等假设，预计平安新银保团队首年保费规模至2025年将达64亿元，而总促成保费将达134.56亿元，假设新业务价值率维持在20%，对应2025年贡献新业务价值为12.8亿元，至2030年贡献新业务价值达19.66亿元。作为参考，2021年平安寿险及健康险银保渠道贡献新业务价值为28.8亿元。平安新银保团队对平安银行的代理保险的中收创造对应了平安人寿手续费及佣金支出。由于集团内持股关系，内部交易抵消集团费用支出约58%，经测算我们预计至2025年将节省集团税前利润9.89亿元，至2030年将节省集团税前利润26.06亿元。

表8: 平安银行家保费及平安银行中收规模测算

年份	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
队伍指标										
平安银行家队伍人数(人)	300	1,500	3,000	5,000	8,000	10,000	12,000	14,000	16,000	18,000
活动率	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
人均首年保费产能 (万元/人/年)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
来自保险业	20.0	20.4	21.1	21.7	22.2	23.2	24.1	24.9	25.5	26.0
来自其他业务)	13.3	14.7	16.6	18.5	20.5	23.2	24.1	24.9	25.5	26.0
其中: 保险业务创收占比	60%	58%	56%	54%	52%	50%	50%	50%	50%	50%
平安银行										
平安银行中间业务创收 (保险业务,百万元)	58	293	607	1,043	1,705	2,228	2,779	3,345	3,919	4,493
平安寿险及健康险										
首年保费(百万元)	240	1,200	2,400	4,000	6,400	8,000	9,600	11,200	12,800	14,400
总促成保费(百万元)	240	1,416	3,696	7,456	13,456	20,816	29,400	38,560	48,080	57,600
新业务价值(百万元)	48	240	480	800	1,280	1,600	1,920	2,240	2,560	2,880
新业务价值率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
中国平安集团										
内部交易抵消(百万元)	33	170	352	605	989	1,292	1,612	1,940	2,273	2,606
比例	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

4.2. 寿险产品: “三经”聚健养, “四维”区定位

从“以营销为核心”往“以客户为中心”转变。在保险过往粗放式的经营理念下, 行业负债端由人海战术拉动, “人情保单”、“以产定销”及“强营销”等忽略消费者真正保险消费需求的行为在行业留下烙印, 优质渠道与人力规模成为了众所追逐的目标, 行业供需错配现象严重, 同时也埋下了退保黑产、销售误导及强制搭售争等一系列顽疾。随着人口红利终结、保险主流消费年轻化减少信息不对称、消费者保险意识和对于产品的感知加强, 行业原有的粗放式发展之路已行至尽头。供需错配且供应过剩下, 消费者将拥有更多主动权, 其需要的是适配自己的保险产品与服务, “以客户为中心”成为新趋势, 倒逼保险公司实施精细化经营理念, 打磨产品与服务, 以优秀的产品竞争力推动业绩增长。当前人身险行业发展遇到瓶颈, 谁能率先实现从“以自我为中心的产品销售”到“以客户为中心的资产配置”跃迁, 或将更快走出行业性短期瓶颈。

平安寿险以“打造有温度的保险”为理念, 从客户需求出发, 加大有竞争力的产品供给, 并依托集团医疗健康生态圈, 通过“保险+健康管理”、“保险+居家养老”、“保险+高端养老”三大核心服务构建差异化竞争优势。保险产品方面, 平安寿险持续创新和升级产品体系, 致力于满足客户不断变化的、多样化的保险产品需求。在银行理财产品净值化、市场利率下行以及权益市场波动的背景下, 平安寿险持续推动增额终身寿产品“盛世金越”, 充分发挥保险产品在长期资金保值增值上的优势, 满足客户稳健理财的

需求；同时，平安寿险坚持回归保险本源，持续深耕重疾市场，重点推动赔付责任升级、产品性价比提升的少儿重疾产品“少儿守护百分百加护”，加强对少儿细分市场的开拓。

图15: “高端康养、居家养老、健康管理”三条经线服务民生



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

平安率先重构产品体系，构建“三经四维”完善产品体系，其中“三经”聚焦健康养老服务，“四维”反映产品定位与价值差异。平安寿险改革产品端围绕客户差异化的保险需求，依托医疗生态圈优势，持续加强多层次服务体系的构建。具体来看，平安以“高端康养、居家养老、健康管理”三大主题为经线，通过“保险+健康管理”、“保险+高端养老”、“保险+居家养老”三大核心“保险+”产品与服务构建差异化竞争优势，并以“御享、盛世、智盈、如意”四大产品系列为纬线，打造“三经四维”的完整“产品+服务”战略体系，加速产品与服务的融合，为客户提供有温度且有感知的保险服务。

“以客户为中心”，“四纬”针对不同客户分层打造专属产品线。处于不同人生阶段的客户，其家庭结构、风险状况和财富水平均不相同，对于保险产品的需求也各有差异，平安御享、盛世、智盈和如意四大产品系列针对四个不同人生阶段的客群而创立，在设计之初便通过客户画像分析，考虑客户需求趋势的变化，将客户分为四类，并基于每类客户轮廓，设计与其需求相匹配的产品线，其中如意系列聚焦事业和财富刚开始起步与积累的客户；智盈系列为处于事业和财富上升期的客户打造；盛世系列聚焦社会精英人群；御享系列则专为已经实现财富自由的成功人士定制。值得注意的是，平安四大产品系列均包括从基础到全面、产品从单一保障到涵盖服务的一体化解决方案，每个系列都包含重疾、意外、医疗、寿险、储备和养老六大类保险产品，为客户提供全生命周期的保障服务，帮助客户应对人生中的疾病、养老风险，解决子女教育、资产传承等问题。

5. 以医疗健康打造价值增长新引擎

医疗生态加速落地。2021年以来，平安创新探索“HMO+家庭医生+O2O”集团管理式医疗模式，打通供给、需求与支付闭环，为客户提供“省心、省时又省钱”的医疗健康服务，我们将重点以HMO切入点，探析公司“保险+医疗健康服务”新模式。

图16: 公司创新探索 “HMO+家庭医生+O2O” 集团管理式医疗模式

HMO	家庭医生	O2O服务
<ul style="list-style-type: none"> 充分发挥平安医疗健康生态与保险支付的差异化优势, 打造 “保险+医疗健康服务” 新模式, 将医疗服务与保险有机结合, 为个人及团体客户提供优质、高性价比、全生命周期的医疗健康服务, 打通供给、需求与支付闭环 	<ul style="list-style-type: none"> 为每位客户配备一位专属家庭医生, 作为客户的 “医生+导航员+客户经理”, 提供咨询、诊断、诊疗、服务的全医疗健康管理链路 	<ul style="list-style-type: none"> 积极整合平安的医疗健康生态及社会网络中的优质医疗健康服务供应商资源, 为客户提供线上和线下 “省心、省时又省钱” 的服务, 覆盖健康管理、疾病管理、慢病管理、养老管理等四大场景

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.1. 创新推出中国版 “管理式医疗模式”

平安汲取多年深耕保险和医疗行业运营管理经验, 创新推出中国版 “管理式医疗模式”。平安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 “省心、省时、又省钱” 的一站式医疗健康服务, 赋能金融主业。截至 2022 年 9 月末, 在平安近 2.28 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。这一模式创新与美国的 “联合健康模式” 有一定相似之处, “医疗+保险” 的模式, 可为金融业务客户提供全面的服务打造业务闭环, 利用保险的流量将客户引流至健康服务, 获得更高附加值。平安构建了涵盖 “用户 - 服务商 - 支付方” 的全方位医疗健康生态圈。通过平安好医生、平安寿险、平安养老险、平安健康险等公司服务广大线上线下个人客户 (用户); 通过平安智慧城市业务中的智慧医疗团队及平安好医生平台赋能政府监管部门和医疗服务各参与方 (服务商); 通过平安医保科技建立的智能化医疗服务平台赋能医保局、商保公司等支付方 (支付方)。

图17: 中国平安创新推出中国版 “管理式医疗模式”

用户	服务方		支付
<ul style="list-style-type: none"> 用户: 6.47亿互联网用户中约 65% 使用服务 客户: 2.27亿个人客户近 63% 使用服务 服务: 健康、疾病、慢病、养老 4 大类医疗健康服务 	<p>平安自营旗舰</p> <p>线上</p> <ul style="list-style-type: none"> 5 抓手: 家庭医生+健康档案、入口、支付、AI 4 流程: 咨询/诊断/诊疗/服务 4 场景: 健康/疾病/慢病/养老 近 2,000 自有医生团队 <p>线下</p> <ul style="list-style-type: none"> 整合北大医疗资源 布局三甲/级医院: 鲁中、潞安、北大国际、深圳龙华、山东淄博、湖南常德、北大康复 搭建 14 个健管中心 	<p>平安三到网络</p> <p>到线</p> <ul style="list-style-type: none"> 医疗: 4万+医生, 1,100+名医; 1,000+海外医疗机构 健康: 营养/运动/心理 三师 <p>到店</p> <ul style="list-style-type: none"> 医疗: 1万+医院, 覆盖 99% 三甲、100% 百强 健康: 9.6万健康管理机构 <p>到家</p> <ul style="list-style-type: none"> 上门: 180 项个性化服务 药品: 20.2万药店, 全国药点覆盖率约 34% 	<ul style="list-style-type: none"> 客户: ~1亿个人、~4万企业客户 保费: 1,400+亿元健康险保费 商保: 国内领军的健康险公司
医疗科技	<p>科技赋能网络</p> <ul style="list-style-type: none"> 管疾病: 187 个城市, 2,500+ 疾病, 1,000万+慢病患者 管机构: 赋能 4.5万+ 医疗机构; 管人员: 服务 ~132万 医生 		
	平安医疗科技研究院	平安生物医学研究院	平安领航/平安海外控股

数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

5.1.1. 用户端

平安好医生凭借自身资源为用户提供一站式医疗健康服务。平安好医生依托自有的全职医疗团队及自主研发的人工智能辅助诊疗系统，打通线上和线下，向用户提供及时、优质的线上医疗服务，涵盖7×24小时在线咨询、健康管理、处方、挂号、第二诊疗意见及1小时送药等全流程服务。截至2021年末，平安好医生累计注册用户量超4.2亿，年付费用户2800万人，环比增加600万人，累计线上咨询量12.7亿人次，同比增长26.4%。为提升用户黏性，实现从活跃用户到付费用户的转化，平安好医生根据用户心智和诉求进行用户分层和产品分类，为浅度心智用户和深度用户提供差异化服务。

5.1.2. 服务商端

自营旗舰方面：在线上，平安健康通过专属家庭医生团队提供医疗健康服务，串联“到线、到店、到家”服务网络，涵盖咨询、诊断、诊疗、服务全流程，线上服务60秒接通率达99.9%，实现7×24小时主动管理。目前，平安自有医生团队近4,000人。在线下，平安通过布局综合医院、体检中心、影像中心等业务板块提升服务水平。平安拥有或管理的床位可满足客户需求，有利于解决稀缺医疗资源分配，带来差异化竞争优势。平安通过参与方正集团重整，将北大医疗下属5家综合医院、6家专科医疗机构等优质资源融入现有的医疗健康生态，深化医疗产业布局，其中北大国际医院属于旗舰医院。深圳市龙华区政府与平安集团共建的平安龙华医院已正式成立。平安将自身拥有的医疗资源、科技实力、管理能力注入医院，助力打造深圳市高质量医疗服务品牌。除了医院外，截至2022年9月末，平安已布局14家健康管理中心。

合作网络方面：平安整合国内外优质资源，提供线上和线下的“三到”网络服务，覆盖健康管理、亚健康管理、疾病管理、慢病管理、养老管理等五大场景。截至2022年9月末，在国内，平安自有医生团队与外部签约医生的人数超5万人，合作医院数超1万家，已实现国内百强医院和三甲医院100%合作覆盖；合作健康管理机构数超10万家；合作药店数约21.1万家，全国药店覆盖率约36%。在海外，平安的合作网络已经覆盖全球16个国家，超1,000家海外医疗机构。

5.1.3. 支付端

平安为医保、商保及医疗服务提供方提供“系统+服务+运营”一揽子智能化赋能方案。平安医保科技以智慧医保系统为核心，打造智慧医保一体化平台，为医保局赋能；同时从医保出发，围绕医院、医生、药店、参保人，积极延伸打造医疗管理综合解决方案；在保险产品的设计、风险控制和营销渠道等方面为商业保险公司赋能。截至2022年9月末，累计付费个人客户数近1亿。同时，平安持续推进企业员工健康管理服务体系建设，2022年前三季度覆盖企业客户超4.7万家，服务企业员工数超2,000万。2022年前三季度，平安实现健康险保费收入超1,100亿元。

5.2. 医疗生态赋能金融主业

平安医疗健康生态圈与金融主业实现了有效结合，增强集团整体盈利能力。医疗生

生态圈对于平安健康的赋能作用可从寿险、健康险和产险三个方面体现：对寿险而言，推出“臻享 RUN”产品，将基础性的健康检查等产品内化进保单，提升客户价值；添加问诊插件，为寿险用户提供线上问诊服务，从而提升了便利性，改善了客户体验。对健康险而言，推出“E生保门诊附加包”，提供一定次数和时长的线上问诊服务，从而为客户打造了就医保障闭环；对于产险而言，为客户提供用药和问诊两方面的权益，通过一站式服务简化就医流程，真正让客户省心。对平安好医生而言，医疗健康生态圈同时带来了付费用户数量的增长与单个用户的价值提升，从“质”和“量”两个方面带来效益。对于平安集团而言，医疗健康生态圈对全集团的影响可概括为增员、获客、加保和转化。

图18: 平安医疗健康生态圈赋能金融主业

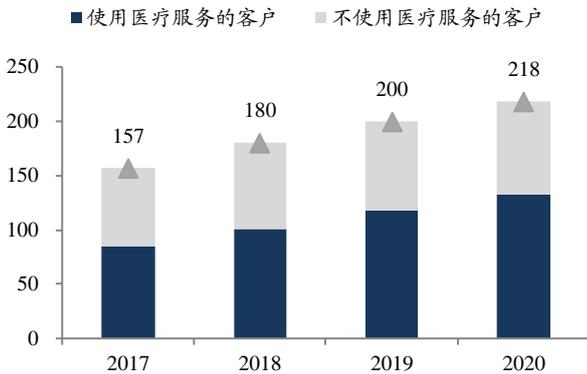


数据来源：公司官网、东吴证券研究所

5.2.1. 获客

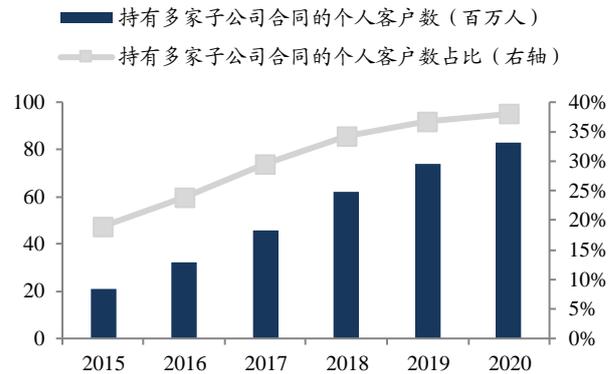
医疗生态圈助力金融主业获客，持有多家子公司合同的个人客户数稳步提升。截止2020年，平安集团总客户数已达到2.18亿人，其中使用医疗服务的客户超过1亿，比重不断增长。持有多家子公司合同的个人客户数从2015年的2000万左右，增长至2020年的近8000万，占比也从不足20%提升至近40%。平安好医生依托自有的全职医疗团队及自主研发的人工智能辅助诊疗系统所带来的强大医疗服务能力，打通线上和线下，基于健康管理、亚健康管理、慢病管理、疾病管理等四大服务场景为个人、企业用户提供7×24小时全方位、多层次、一站式医疗服务。截至2021年底，平安健康累计注册用户数达到4.2亿，同比增加5000万；年付费用户数3800万，环比增加600万；累计咨询量达到12.7亿，同比增加26.7%。

图19: 医疗生态圈助力金融主业获客 (单位: 百万人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

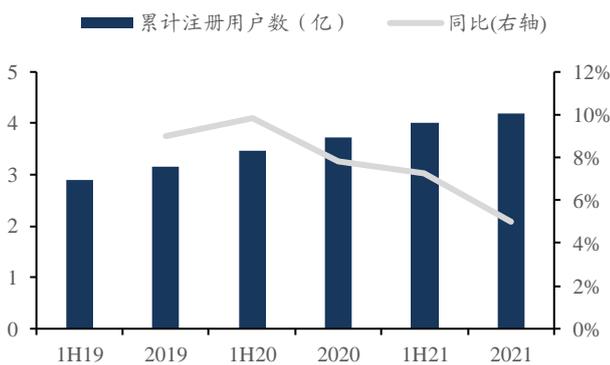
图20: 持有多家子公司合同的个人客户数稳步提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

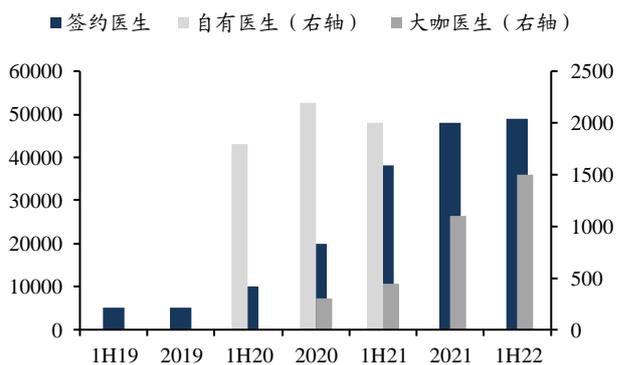
为企业员工提供系统、专业、优质的一站式健康管理计划, 是平安健康 2021 年最重要的战略方向。优质的医疗和健康服务, 是提升员工健康水平和满意度的最好福利。根据国际经验, 企业是个人健康管理最主要的支付方之一, 占比达到了 90% 以上。规模达 3.1 亿的企业员工的市场, 目前存在体系不完善, 医疗效果差, 健康资源少的诸多痛点, 是平安健康未来将着眼的蓝海市场。目前, 平安集团各渠道已经服务过大量的大中型企业, 为找准企业客户需求, 并为其匹配适合的健康管理服务, 打下了良好的业务拓展的基础。尤其是在客户触达和市场教育的方面, 平安健康基于服务企业客户的经验积累, 深入规划商业模式, 根据企业客户对产品服务的需求, 形成了员工体检、员工健康管理和企业福利兑换平台三大类产品。2021 年, 平安健康累计服务 520 个企业, 覆盖超过百万名企业的员工和企业的客户。

图21: 平安好医生累计注册用户量及同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 平安好医生三类医生数量逐年增加 (单位: 人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.2.2. 加保

我们以“平安 RUN”为例, 平安 RUN 为持有平安有效重疾类保险的被保险人提供家庭医生、线上线下结合、健康医疗管理三方面的保障, 与平安寿险改革产品端“保险+健康管理”十分契合。全链条的健康管理需求是健康险发展到一定阶段的必然产物。

随着公众对健康重视度的不断提升与健康风险的日益复杂化，传统保障型保险产品的事后型补偿已无法完全满足消费者需要，用户更希望能够在事前将健康风险控制在萌芽状态。在这一需求驱动下，涵盖事前、事中、事后全链条的“保险+健康管理”模式成为险企争相布局的热点。此外，随着国内互联网医疗与健康产业信息化的快速发展，健康管理项目与保险深度结合的可行性大大提升。在此背景下，平安人寿推出“平安臻享·RUN 健康服务计划”这一医疗保障力作，通过为每位客户匹配一名专职医生，建立专属账户，并以此为基础提供覆盖健康、慢病、医疗三方面的专业健康管理服务，打造一站式的健康服务体验。

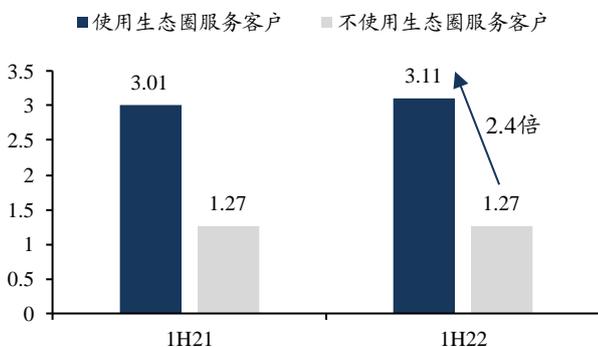
“尊享 RUN”系列服务覆盖重疾险的保单用户，将基础产品包内化进保单用户，使其无需额外付费，即可享有重疾专案的管理服务包、音视频的问诊服务权益包、健康管理服务包等多项权益。重疾险保单客户使用健康管理服务和音视频问诊服务的人均次数明显上升，客户认可度、信任度和粘性进一步向好，并逐步转化为公司的优质客户。据平安好医生 2021 年投资者开放日数据，在 B2C 企业客户中，嵌入保单的权益使用率超过 60%，客户满意度达 97%，整体复购率提升到 74%，ARPU 值也达到了 C 端 ARPU 的 3-4 倍。除此之外，平安健康还和平安健康险合作，上线了“E 生保”门诊附加包，协同平安产险共推健康生态圈，为平安寿险线上用户提供在线问诊服务，也与平安银行、平安普惠等公司共同推出多种用户服务权益，通过“金融+医疗健康”的服务组合，共同打造“有温度的金融”，提高用户全生命周期价值。

表9: “平安臻享 RUN”健康管理计划的保障内容

服务板块	家庭医生	线上线下结合	健康医疗管理
保障内容	为每名客户匹配一名专职医生	7*24h,2500+疾病在线问诊服务	日常 5 维健康测评与计划定制
	建立个人专属健康账户 提供家庭医生式一站管理服务	提供就医协助服务 提供药品快速配送与上门护理服务	35 种慢病风险预测与预警干预 9 大专科精准治疗重疾与就医绿色通道

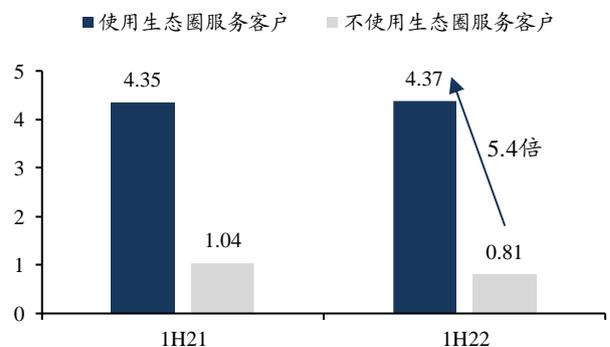
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图23: 个人客户客均合同数 (单位: 个)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24: 个人客户客均 AUM (单位: 万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2022 年 6 月 30 日，使用生态圈服务的个人客户，客均合同数为 3.11 个，同比增长 3.3%，为不使用生态圈服务个人客户情况下（1.27 个）的 2.4 倍。使用生态圈服务的个人客户，客均 AUM 为 4.37 万元，同比增长 0.5%，而未使用的客户客均 AUM 仅为 0.81 万元，同比下滑 22.1%，两者之间的差距达到了 5.4 倍。由此可见，在寿险业面临深度调整，在回归以客户为中心的旅程中，生态圈对于“锁定”客户具有显著意义。

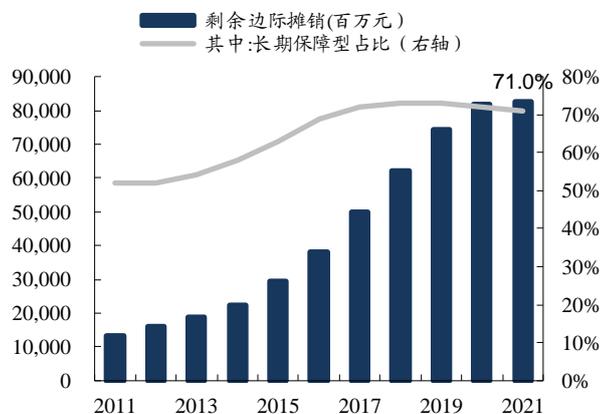
6. 寿险营运利润：业务品质优良，摊销稳健增长

6.1. 剩余边际摊销稳健增长

寿险业务盈利核心来源是稳定的剩余边际释放，剩余边际释放模式自发单时点锁定，长期保障业务剩余边际贡献稳定。由于寿险及健康险业务的大部分业务为长期业务，为更好地评估经营业绩表现，营运利润指标能够更好评判寿险经营结果。营运利润以财务报表净利润为基准，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。2021 年平安寿险剩余边际摊销中长期保障型业务占比达 71%。

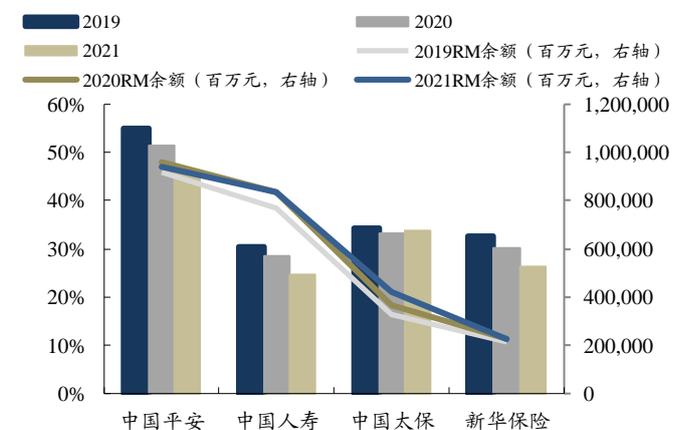
平安寿险剩余边际占责任准备金比例高于上市同业。我们计算了上市同业中寿险剩余边际占责任准备金比例，截至 2021 年末，平安寿、国寿、太保寿和新华保险剩余边际占期末寿险及长期健康险责任准备金比例达 46.2%、24.7%、33.8%和 26.3%，平安寿显著高于上市同业平均，彰显了较好业务品质及质地。

图 25：平安寿险剩余边际摊销稳健增长



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 26：平安寿险剩余边际占责任准备金比例高



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

6.2. 2023 年寿险 OPAT 有望重拾较快升势

即使面临疫情冲击，新业务价值大幅负增长背景下，公司剩余边际摊销依旧保持稳健增长，彰显较好业务品质。2022 年三季度，中国平安实现归母营运利润（OPAT）1,232.88 亿元，同比+3.8%（对应 3Q22 单季同比+2.8%）；实现归母净利润 764.63 亿元，同比-6.3%（对应 3Q22 单季同比-31.5%）。同期净利润与 OPAT 差异系短期投资波动（-341.61 亿元）和折现率变动（-113.25 亿元，会计估计变更拖累税前利润 176.74 亿元）。客观来看，在外部市场大幅波动环境下，平安寿险及健康险取得稳健的营运利润增长（17.0%）实

属不易，彰显综合金融的稳健性优势和扎实的资产负债表底气。

我们预计 2023 年寿险 OPAT 有望重拾较快升势。2018-2021 年，虽然面临行业下行期叠加新冠肺炎疫情的交织影响，NBV 增持持续承压，净利润受权益市场影响大幅波动，但寿险及健康险业务 OPAT 保持稳健增长，2018 年至 2021 年逐年增速分别为 35.1%、24.7%、5.3% 和 3.6%，虽然增速逐年下行，但受益于存量高品质业务的利润释放，

OPAT 持续增长为集团分红持续提供动能，我们预计公司 2022 年至 2024 年寿险 OPAT 增速分别为 10.7%、-6.4% 和 5.1%，保持相对韧性。我们预计 2022 年至 2024 年公司剩余边际的增速分别为 -3.1%、-0.4% 和 0.8%。

表10: 平安寿险及健康险剩余边际摊销及营运利润（单位：百万元）

剩余边际构成	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
寿险及健康险业务期初剩余边际(1)	616,319	786,633	918,416	960,183	940,732	911,844	908,081
新业务贡献(2)	177,485	155,684	88,571	55,905	34,851	35,809	39,131
预期利息增长(3)	28,498	33,811	36,319	36,505	35,672	34,889	34,865
剩余边际摊销(4)	(62,287)	(74,454)	(81,583)	(82,488)	-78,671	-79,023	-80,224
营运偏差及其他(5)	26,617	16,742	-1,539	-29,373	-20,740	4,563	13,692
寿险及健康险业务期末剩余边际(6)=(1+...+5)	786,632	918,416	960,183	940,732	911,844	908,081	915,546
关键比率	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
预期利息增长占期初剩余边际比率	4.6%	4.3%	4.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
剩余边际摊销期初剩余边际比例	-10.1%	-9.5%	-8.9%	-8.6%	-8.4%	-8.7%	-8.8%
营运偏差占期初剩余边际比例	4.3%	2.1%	-0.2%	-3.1%	-2.2%	0.5%	1.5%
新业务贡献增速	5.4%	-12.3%	-43.1%	-36.9%	-37.7%	2.7%	9.3%
预期利息增长增速	25.9%	18.6%	7.4%	0.5%	-2.3%	-2.2%	-0.1%
剩余边际摊销增速	25.0%	19.5%	9.6%	1.1%	-4.6%	0.4%	1.5%
营运偏差及其他增速	30.8%	-37.1%	-109.2%	1808.6%	-29.4%	-122.0%	200.1%
寿险及健康险业务期末剩余边际增速	27.6%	16.8%	4.5%	-2.0%	-3.1%	-0.4%	0.8%
税后营运利润构成及与净利润差异	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
剩余边际摊销(A)	62,287	74,454	81,583	82,488	78,671	79,023	80,224
净资产投资收益(B)	8,959	11,738	13,170	14,567	17,054	20,635	24,969
息差收入(C)	5,048	3,947	4,565	4,823	5,607	6,181	6,815
营运偏差及其他(D)	21,749	10,406	4,607	7,436	15,723	7,902	8,022
税前营运利润合计(E=A+B+C+D)	98,043	100,545	103,926	109,314	117,056	113,743	120,031
所得税(F)	-26,698	-11,595	-10,260	-12,239	-9,628	-13,240	-14,433
税后营运利润合计(G)	71,345	88,950	93,666	97,075	107,428	100,503	105,598
短期投资波动(H)	-12,853	19,354	10,308	-23,491	-35,695	-4,440	-48
折现率变动影响(I)	265	-13,164	-7,902	-13,281			
管理层认为一次性不重大的影响		8,597	-				
净利润(J=G+H+I)	58,757	103,737	96,072	60,303	71,734	96,063	105,549

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

6.3. 寿险业务估值分析

我们采用 P/EV 评估价值方法对公司进行估值。我们采用 $1*EV+X*NBV$ 来评估平安寿险及健康险业务价值。其中，X 是 NBV 的倍数，r 为风险贴现率，NBV 为过去 12 个月的新业务价值，g 为未来 VONB 的增长，则截至评估日期，未来新业务的现值如下：

$$NBV_0 * X = \sum_{t=1}^{\infty} \left(NBV_0 \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^{t-1} \right)$$

由于当前仍处于寿险业务转型过度磨底期，2022 年公司 NBV 仍有两位数下降压力，我们赋予 X 为零。从 P/EV-ROEV 估值体系出发，1 倍 P/EV 以下看资产端支撑，1 倍以上 P/EV 看负债端催化。1 倍以下 P/EV 展现了资本市场对保险股资产端的担忧（潜在利差损风险和内含价值中投资收益率不达预期压力），核心压制估值因素在于资产端，投资者缺乏对 EV 投资收益率假设的可信度。1 倍以上 P/EV 则需要负债端的强劲表现作为催化。核心逻辑在于负债端盈利能力提升，关注 NBV 增长和 ROEV 提升空间。

图27: 寿险公司 P/EV-ROEV 估值体系探秘



数据来源：东吴证券研究所整理

表11: 平安寿险及健康险业务 P/EV 估值情景分析

	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
0bps	0.95	0.97	0.98	0.99	1.00	1.01	1.02	1.03	1.05
50bps	0.88	0.90	0.91	0.92	0.93	0.93	0.94	0.96	0.97
100bps	0.81	0.83	0.84	0.85	0.85	0.86	0.87	0.88	0.90
150bps	0.74	0.75	0.77	0.77	0.78	0.79	0.79	0.81	0.82
200bps	0.67	0.68	0.70	0.70	0.71	0.71	0.72	0.73	0.74

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

注：情景分析测算方法如下：由于我们按照评估价值=1*EV+X*NBV 估算， $P/EV = (1*EV+X*NBV) / EV$ ；当利率下降 50 个基点股票市场不波动时， $P/EV = [1*EV * (1+利率下行 50bps 对 EV 静态冲击) + X*NBV * (1+利率下行 50bps 对 NBV 静态冲击)] / EV$ ，需要指出的是此处的 EV 是静态水平。

股债市场的大幅波动往往会对寿险公司估值产生较大扰动。我们对利率（投资收益率假设）和股市波动假设的不同情况进行了情景分析。根据 2021 年末平安寿险及健康险业务 EV 和 NBV 的敏感性，利率下降 50 个基点将导致 NBV 和 EV 分别下降约 10.4% 和 7.3%；股票价格下跌 10%，将导致 EV 下降约 1.64%，两者都可能降低我们的 P/EV 估值倍数。结合当前股债市场外部环境，我们给予投资收益率假设 100bps 下行和权益市场修复至持平的保守假设，我们给出 0.85 的 P/EV 的目标估值。

7. 盈利预测与投资建议

7.1. 盈利预测

公司持续推进寿险改革，虽然受到疫情蔓延和行业下行期的叠加影响，但棋至中盘心未改，曙光初现待时飞。我们维持盈利预测，预计公司 2022 年至 2024 年集团 EV 增速为 5.0%、8.4% 和 8.8%，归母营运利润增速为 3.4%、3.0% 和 8.2%，NBV 增速分别为 -17.3%、3.4% 和 12.3%，营运 ROE 达 18.3%、17.4% 和 17.1%。2019-2022 年为公司转型业绩低谷磨底期，2023 年起寿险改革红利有望逐步释放，业绩乘势而上可期。

表12: 中国平安核心财务指标 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
集团合并							
内含价值营运回报率	23.6%	19.8%	9.2%	10.8%	11.4%	12.3%	12.6%
内含价值	1,002,456	1,200,533	1,328,112	1,395,509	1,464,896	1,587,919	1,727,861
每股内含价值 (元)	54.8	65.7	72.7	76.3	80.1	86.9	94.5
归属于母公司股东的营运利润	112,573	132,955	139,470	147,961	152,923	157,523	170,432
基本每股营运收益 (元)	6.3	7.48	7.89	8.40	8.69	8.95	9.68
营运 ROE	21.9%	21.6%	19.5%	18.9%	18.3%	17.4%	17.1%
每股股息 (元)	1.7	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.8
归属于母公司股东权益	556,508	673,161	762,560	812,405	861,703	948,286	1,049,999
归属于母公司股东净利润	107,404	149,407	143,099	101,618	116,153	150,593	167,621
每股收益 (元)	6.02	8.41	8.10	5.77	6.60	8.55	9.52
ROAE	20.9%	24.3%	19.9%	12.9%	13.9%	16.6%	16.8%
寿险及健康险业务							
已赚保费	465,583	517,140	504,326	479,195	460,624	458,831	467,006
已赚保费增长率	21.1%	11.1%	-2.5%	-5.0%	-3.9%	-0.4%	1.8%
寿险业务 ROEV	30.8%	25.0%	14.5%	11.1%	12.9%	13.5%	13.6%
新业务价值	72,294	75,945	49,575	37,898	31,346	32,422	36,407
内含价值	613,223	757,490	824,574	876,490	900,244	976,170	1,067,720
营运利润	71,345	88,950	93,666	97,075	107,428	100,503	105,598
赔付支出	84,713	86,086	85,400	95,604	125,600	130,565	135,731
报表退保率	1.40%	1.45%	1.77%	2.34%	1.40%	1.41%	1.40%
剩余边际余额	786,633	918,416	960,183	940,732	911,844	908,081	915,546

财产保险业务							
已赚保费	211,918	231,403	253,017	260,490	264,064	279,150	296,582
已赚保费增长率	12.6%	9.2%	9.3%	3.0%	1.4%	5.7%	6.2%
净利润	12,274	22,808	16,159	16,192	13,724	17,397	20,840
未到期责任准备金	124,703	146,660	161,378	162,497	169,029	178,349	189,330
未决赔款准备金	88,894	101,177	110,030	110,362	114,569	120,770	128,149
赔付支出	118,926	139,779	152,628	174,404	190,877	203,186	215,131
赔付率	54.9%	-57.3%	-60.5%	-67.0%	-69.0%	-69.5%	-69.2%
综合成本率	96.0%	96.4%	99.1%	98.0%	98.5%	98.7%	97.9%
ROAE	16.6%	26.8%	16.4%	14.8%	12.1%	14.9%	16.3%
估值指标 (对应 2022 年 11 月 30 日)							
PEV (倍数)	0.82	0.68	0.62	0.59	0.56	0.52	0.48
PE (倍数)	7.7	5.5	5.7	8.1	7.1	5.5	4.9
POPAT (倍数)	7.3	6.2	5.9	5.6	5.4	5.2	4.8
股息率	3.83%	4.56%	4.89%	5.29%	5.49%	5.66%	6.12%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

7.2. 投资建议

中国平安隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性，较低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外部环境赋予估值弹性。我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。疫情防控形势边际向好，寿险板块有望迎来戴维斯双击，而短期资产端的逻辑弹性更强，长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效，主要是系寿险业可选消费属性较强，需要经历“需求复苏、人力回暖、产品升级”进程。当前公募基金对保险股几乎没有持仓，抛压压力较小，符合当下市场反弹审美偏好。

我们采用分部估值法对中国平安进行估值。平安寿险及健康险业务按照前文的估值水平给予 0.85 倍 P/EV，财险业务给予 1 倍 PB，平安银行根据其市值给予参考估值，平安证券参考券商（申万 II）2022 年 11 月 30 日的平均 PB 估值给予 1.15 倍 PB 估值，平安信托根据 A 股主要上市信托公司（经纬纺机、爱建集团、中航资本和五矿资本）2022 年 11 月 30 日的平均 PE 估值给予 13.09 倍 PE，金融科技板块根据子公司（平安好医生、金融壹账通、汽车之家等）在境内外上市市值给予参考估值。同时，由于公司践行“科技赋能金融，科技赋能生态，生态赋能金融”的战略，并构建五大智慧生态圈，集团内协同效应可期，我们不考虑集团估值折扣。

我们给予目标价 61.1 元/股,对应 2022 年 P/EV 为 0.76X,截至 2022 年 11 月 30 日,股价对应 2022 年至 2024 年 P/EV 分别为 0.56、0.52 和 0.48 倍,维持“买入”评级。

表13: 中国平安分部估值法(单位:百万元)

被参控公司	估值方法	总计持股比例	倍数	数值(对应2022年)	市值(对应2022年)
平安人寿	PEV	99.51%	0.85	900,244	764,554
平安财险	PB	99.51%	1.00	112,189	111,639
平安银行	市值法	58.00%	1.00	252,859	125,317
平安证券	PB	96.62%	1.15	42,922	47,692
平安信托	PE	99.88%	13.09	1,352	17,678
金融科技	市场估值法	100.00%	1.00	49,981	49,981
其他业务及合并抵销		100.00%	1.00	-378	-378
合计值					1,116,483.1
目标价(元/股)					61.1

数据来源:公司财报,东吴证券研究所;注:相关估值日期以2022年11月30日为基础;数值列为被参控公司估值方法中对应指标的2022年盈利预测值,盈利预测均来自东吴证券研究所

8. 风险提示

寿险改革进程推进低于预期。平安持续推动“4渠道+3产品”的改革战略,若出现“三高”队伍转型方向不畅,数字化试点推广成效不及预期,银行优才队伍招募规模低于预期等现象,或将使得存量队伍产能提升遇到瓶颈,新增优增队伍入口迟迟无法打开局面,进而使得寿险业务新单和价值增长持续低迷。

疫情防控优化进程低于预期。前文提到“疫情防控形势边际向好,寿险板块有望迎来戴维斯双击,而短期资产端的逻辑弹性更强,长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效”。若疫情防控优化进程低于预期,持续的社交距离的限制或将使得传统营销队伍步入保障型业务销售受阻——队伍收入下滑——新增入口受限——新单回落的负向循环影响。同时新冠肺炎疫情变异毒株反复也将拖累资产端权益市场表现和长端利率水平,进而拖累寿险公司估值水平和投资收益。

产品端改革成效低于预期。当前保险产品主要矛盾是投保人多元化的需求和不平衡不充分的产品服务之间的矛盾。从产品和渠道两端来看,深层次矛盾逐步显现,在以客户为中心的目标上仍有提升与改善空间。平安寿险改革在产品端构建“三经四维”完善产品体系,其中“三经”聚焦健康养老服务,“四维”反映产品定位与价值差异。不过需要客观认识到的是,产品本身差异性较小,如果公司未能在产品端找到差异化的打法 and 定位,则难以率先走出行业困境期。

中国平安预测利润表

人民币：百万	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
一、营业收入	1,168,867	1,218,315	1,180,444	1,112,965	1,194,938	1,258,875
保险业务收入	795,064	797,880	760,843	758,508	776,130	805,031
减：分出保费	-21,370	-23,077	-30,208	-27,843	-28,953	-30,365
提取未到期责任准备金	-24,915	-17,204	9,298	-5,977	-9,196	-11,079
已赚保费	748,779	757,599	739,933	724,688	737,981	763,588
银行业务利息净收入	90,187	100,404	121,368	137,568	150,795	162,436
非保险业务手续费及佣金净收入	44,230	51,762	41,584	48,138	54,537	60,612
投资收益	177,488	243,515	231,850	181,579	197,038	210,463
公允价值变动收益	44,091	-4,770	-22,613	-30,757	3,312	7,517
汇兑损失	779	2,219	1,267	6,800	7,901	8,556
其他业务收入	63,313	64,181	67,055	32,425	32,870	33,333
二、营业支出合计	-983,839	-1,030,011	-1,040,759	-921,209	-951,039	-987,042
退保金	-26,661	-36,914	-52,931	-33,818	-36,145	-37,771
赔付净支出	-213,767	-225,633	-252,606	-303,846	-320,404	-336,808
提取保险责任准备金净额	-286,921	-302,553	-262,859	-138,426	-128,166	-125,609
保单红利支出	-19,329	-19,001	-19,405	-12,676	-17,053	-18,594
分保费用	-13	-18	-24	-1,412	-1,412	-1,412
保险业务手续费及佣金支出	-114,753	-102,003	-80,687	-117,224	-117,812	-120,709
营业税金及附加	-4,272	-4,615	-4,570	-4,049	-4,346	-4,628
业务及管理费	-172,892	-176,551	-172,597	-180,228	-190,556	-197,404
减：摊回分保费用	7,572	6,356	5,908	10,374	9,980	9,525
财务费用	-20,098	-26,436	-28,082	-16,876	-17,973	-19,190
其他业务成本	-65,439	-63,185	-67,970	-68,898	-70,343	-71,831
资产减值损失	-67,266	-79,458	-14,548	-97,348	-107,180	-116,215
三、营业利润	185,028	188,304	139,685	191,755	243,900	271,833
四、利润总额	184,739	187,764	139,580	191,755	243,900	271,833
减：所得税费用	-20,374	-28,405	69	-34,690	-46,623	-52,938
五、净利润	164,365	159,359	121,802	157,065	197,277	218,894
归属于母公司股东的净利润	149,407	143,099	101,618	116,153	150,593	167,621
少数股东损益	14,958	16,260	20,184	40,911	46,684	51,273
六、每股收益（元/股）	8.41	8.10	5.77	6.60	8.55	9.52
每股股息（元/股）	2.05	2.20	2.38	2.47	2.54	2.75

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

