

# 中国平安 (601318)

## 中国平安观点深度更新：曙光初破水，改革始见微

买入 (维持)

2022年07月20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

zhujiayu@dwzq.com.cn

研究助理 方一字

执业证书：S0600121060043

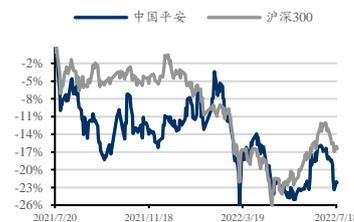
fangyy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 归属母公司营运利润(百万元)  | 147,961 | 155,146 | 168,435 | 181,156 |
| 同比              | 6.1%    | 4.9%    | 8.6%    | 7.6%    |
| 新业务价值(百万元)      | 37,898  | 32,168  | 34,450  | 38,563  |
| 同比              | -23.6%  | -15.1%  | 7.1%    | 11.9%   |
| 每股内含价值(元/股)     | 76.34   | 82.25   | 89.69   | 97.76   |
| P/EV(现价&最新股本摊薄) | 0.57    | 0.53    | 0.48    | 0.44    |

### 投资要点

- **曙光初破水，改革始见微。**2018年以来传统寿险业持续面临保费增速下降、代理人队伍流失、新业务价值下滑交织困境，疫情散发拉长了深陷困境的时间。我们认为人身险行业增速恢复需要经历“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。平安作为行业先行者，2019年以来持续积极推进“4渠道+3产品”寿险改革，有望引领行业摸索着走出困境。2Q22单季个险新单保费同比增速为-3.2%，降幅较1Q22大幅收窄12.5个百分点。1Q22末个险渠道大专及以上学历代理人占比同比上升3.5个百分点；银保渠道优才队伍产能达到传统寿险代理人的2倍以上，渠道数字化在代理人渠道经营智能化试点已推广至65%的营业部。
- **寿险改革渠道篇：夯实优才，探索多元。**2021年10月，公司推出招“才”季人才招募计划，我们预计2022年中期人力规模仍有下滑压力，但质态进一步提升。“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。2021年10月，平安新银保团队正式成立，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，新模式一周年来平安私人财富专家队伍NBEV破亿。
- **寿险改革产品篇：“三经”聚健养，“四维”区定位。**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”四大产品体系反映定位与价值，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。1Q22“保险+”产品新业务价值贡献已经超过1/3。公司多次升级平安RUN，助力实现“促进客户覆盖度——提升月活粘性——改善健康状况”的多赢局面。“9073”格局下的养老蓝海市场，高端市场需求符合平安能力圈。
- **寿险营运利润：业务品质优良，摊销稳健增长。**我们预计公司2022年至2024年寿险税后营运利润增速分别为0.4%、8.9%和5.2%，2023年在新业务逐步复苏下增速有望重拾升势；公司剩余边际的增速分别为1.1%、1.5%和3.0%。我们给予投资收益率假设100bps下行和权益市场浮亏10%的较为保守假设下，给予寿险业务0.84的P/EV的目标估值。
- **盈利预测与投资评级：年年岁岁花相似，岁岁年年人不同：寿险估值触底、资产端β贡献超额收益、开门红催化负债端α。**我们小幅下调盈利预测，预计2022-2024年归母净利润为1,428、1,571和1,713亿元(原预测1,428、1,576和1,719亿元)，预计OPAT增速4.9%、8.6%和7.6%。我们采用分部估值法进行估值，给予目标价64.7元/股，对应2022年P/EV为0.79X，7月18日股价对应2022年至2024年P/EV分别仅为0.53、0.48和0.44倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 寿险改革进程推进低于预期；2) 新冠肺炎疫情变异毒株反复；3) 产品端改革成效低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 43.40       |
| 一年最低/最高价      | 42.65/58.54 |
| 市净率(倍)        | 0.95        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 470,137.64  |
| 总市值(百万元)      | 793,362.48  |

### 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 45.60     |
| 资产负债率(% ,LF) | 89.59     |
| 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 年一季报点评: 营运利润增长&综合金融优势彰显经营韧性》

2022-04-30

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. 引言：曙光初破水，改革始见微</b> .....             | <b>4</b>  |
| 1.1. 寿险行业曙光初现 .....                        | 4         |
| 1.2. 平安推进“4渠道+3产品”寿险改革 .....               | 5         |
| <b>2. 寿险改革渠道篇：夯实优才，探索多元</b> .....          | <b>8</b>  |
| 2.1. 优才队伍：奏响个险转型与队伍改革圆舞曲 .....             | 9         |
| 2.1.1. 改革行至中局，打造精英销售团队 .....               | 9         |
| 2.1.2. 多重新人支持，做优才生涯摆渡人 .....               | 9         |
| 2.1.3. “三好五星”营业部建设 .....                   | 10        |
| 2.2. 银行优才：谱写寿险改革与财富管理协奏曲 .....             | 12        |
| 2.2.1. “职业+创业”双模式，行员编制同业领先 .....           | 12        |
| 2.2.2. 组织架构扁平化，产能水平有效提升 .....              | 13        |
| 2.2.3. 入口端提升招募要求，培养机制体系化，全方位提升专业服务水平 ..... | 13        |
| 2.2.4. 双赢合作尽显集团综合金融优势 .....                | 14        |
| <b>3. 寿险改革产品篇：“三经”聚健养，“四维”区定位</b> .....    | <b>16</b> |
| 3.1. 产品线布局日臻完善 .....                       | 16        |
| 3.2. 保险+健康管理：升级平安 RUN.....                 | 19        |
| 3.2.1. 公众健康需求提升催动保险产品变革 .....              | 19        |
| 3.2.2. 全国广泛布局，线上线下强势护航 .....               | 19        |
| 3.3. 保险+高端养老 .....                         | 20        |
| 3.3.1. 9073 格局下的养老蓝海市场 .....               | 20        |
| 3.3.2. 高端市场需求符合平安能力圈 .....                 | 20        |
| <b>4. 寿险营运利润：业务品质优良，摊销稳健增长</b> .....       | <b>22</b> |
| 4.1. 剩余边际摊销稳健增长 .....                      | 22        |
| 4.2. 2023 年寿险 OPAT 有望重拾较快升势 .....          | 22        |
| 4.3. 寿险业务估值分析 .....                        | 24        |
| <b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....                  | <b>25</b> |
| 5.1. 盈利预测 .....                            | 25        |
| 5.2. 投资建议 .....                            | 27        |
| <b>6. 风险提示</b> .....                       | <b>28</b> |

## 图表目录

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 图 1:  | 上市险企个险队伍有企稳迹象 .....                          | 4  |
| 图 2:  | 疫情散发使得传统保险队伍发展陷入负循环困境 .....                  | 4  |
| 图 3:  | 当前处于新单和队伍的“L 型底部” .....                      | 5  |
| 图 4:  | 2H22 寿险新单基数较低, 有望迎来新单拐点 .....                | 5  |
| 图 5:  | 平安寿险持续推动“4 渠道+3 产品”的改革战略 .....               | 6  |
| 图 6:  | 经过近三年的探索, 平安改革路径愈发清晰, 成效逐步凸显 .....           | 7  |
| 图 7:  | 2Q22 个险新单降幅收窄 .....                          | 8  |
| 图 8:  | 我们预计公司 NBV 增速即将见底 .....                      | 8  |
| 图 9:  | 平安鼎力推进多渠道发展 .....                            | 9  |
| 图 10: | 公司三好五星营业部建设要求 .....                          | 11 |
| 图 11: | 深圳分公司三好五星数字化营业部 .....                        | 11 |
| 图 12: | 平安寿险数字化试点初具成效, 将在确保质量前提下逐步深化推广 .....         | 11 |
| 图 13: | 平安银行家高级顾问薪酬拆分 .....                          | 12 |
| 图 14: | 拥有底薪保障的业内独有的行员编制 .....                       | 12 |
| 图 15: | 平安银行家组织架构相对扁平 .....                          | 13 |
| 图 16: | “高端康养、居家养老、健康管理”三条经线服务民生 .....               | 16 |
| 图 17: | “御享”、“盛世”、“智盈”、“如意”四大产品线 .....               | 17 |
| 图 18: | 深圳前海蛇口“颐年城”效果图 .....                         | 21 |
| 图 19: | 平安寿险剩余边际摊销稳健增长 .....                         | 22 |
| 图 20: | 平安寿险剩余边际占责任准备金比例高 .....                      | 22 |
| 图 21: | 寿险公司 P/EV-ROEV 估值体系探秘 .....                  | 24 |
| 表 1:  | 平安寿险改革主要历程 .....                             | 5  |
| 表 2:  | “优+护航计划”收入护航内容 .....                         | 10 |
| 表 3:  | 平安新银保团队发展历程 .....                            | 12 |
| 表 4:  | 平安新银保团队招聘要求 .....                            | 14 |
| 表 5:  | 平安银行家保费及平安银行中收规模测算 .....                     | 15 |
| 表 6:  | 四大产品线匹配不同客户需求 .....                          | 18 |
| 表 7:  | “盛世金越”产品特征 .....                             | 18 |
| 表 8:  | “平安臻享 RUN”健康管理计划的保障内容 .....                  | 19 |
| 表 9:  | “平安臻颐年”的“五臻”标准 .....                         | 20 |
| 表 10: | “颐年城”入住规则 .....                              | 21 |
| 表 11: | 平安寿险及健康险剩余边际摊销及营运利润 (单位: 百万元) .....          | 23 |
| 表 12: | <b>P/EV 情景分析(横轴指权益价格波动; 纵轴指利率下降水平)</b> ..... | 25 |
| 表 13: | 中国平安核心财务指标 (单位: 百万元) .....                   | 26 |
| 表 14: | 中国平安分部估值法 (单位: 百万元) .....                    | 27 |
| 表 15: | 中国平安盈利预测表 .....                              | 29 |

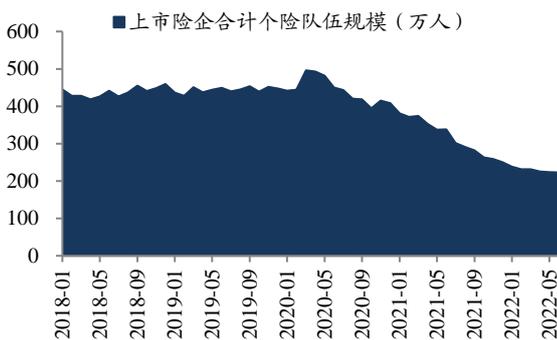
## 1. 引言：曙光初破水，改革始见微

曙光初破水，穆穆见江波。沈明臣《江曙》描绘了黎明第一道曙光把江面的平静打破，诗人满怀期待的看着江面上的水波。见微知著，事物的发展往往小中见大。2018年以来，寿险行业持续面临内外部交织困境的复杂局面，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，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。

### 1.1. 寿险行业曙光初现

“天下苦秦久矣”，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，5月以来上市险企队伍有企稳迹象，我们认为优质上市险企不会重走“拉人头”的老路，队伍发展“优增”一条路，“内耗”仅徒劳。从需求侧来看，增额终身寿险销售带动新单企稳，得益于低利率环境和权益市场大幅波动环境下，安全性、收益性和流动性的综合优势逐步显现。重疾险需求短期难以再度爆发，新增人力是主要制约。从监管侧来看，当前已关注到寿险行业经营压力，进一步收紧概率不大。整体来看，2022年下半年结合低基数以及队伍产能的逐步恢复，3Q22-4Q22或将出现新单和队伍的“L型底部”。我们认为人身险行业增速恢复需要经历“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。

图1：上市险企个险队伍有企稳迹象



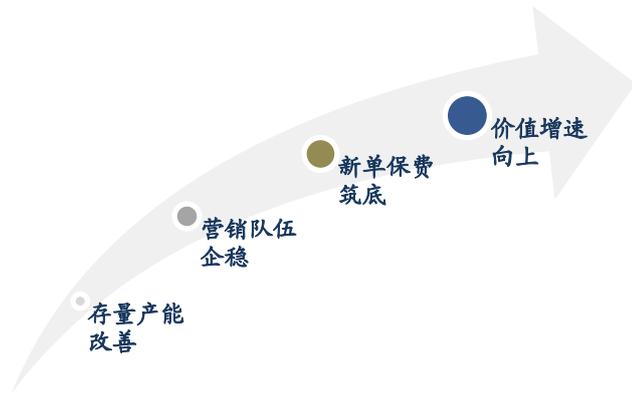
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图2：疫情散发使得传统保险队伍发展陷入负循环困境



数据来源：东吴证券研究所整理

图3: 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

图4: 2H22 寿险新单基数较低, 有望迎来新单拐点



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

## 1.2. 平安推进“4渠道+3产品”寿险改革

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1: 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。<br>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<br>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。

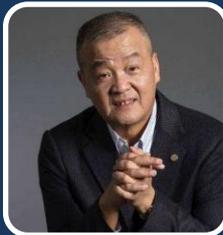
图5：平安寿险持续推动“4 渠道+3 产品”的改革战略



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

寿险改革行至三载，改革路径愈发明晰，曙光在前、胜利在望。作为保险行业的先知、先觉与先行者，中国平安于 2019 年坚定决心启动寿险改革，破解转型难题，以专业化与差异化追逐高质量转型，虽然新冠疫情反复叠加行业下行期作用一度使得寿险改革前景迷雾重重，但随着改革路径愈发明晰，曙光在前、胜利在望。**2022 年 6 月平安寿险高峰会上，董事长马明哲先生发表致辞，表示“寿险改革行至三载，曙光在前、胜利在望。坚信中国必将迈向保险强国之路，中国寿险业必将迎来历史发展新机遇，平安寿险必将铸就二次腾飞的新辉煌！”**。平安人寿党委书记、董事长杨铮将平安寿险改革之路总结为渠道转型、产品升级、文化引领，其中：1) 渠道转型锚定打造“三高队伍”，“三好五星”评价体系、“双优工程”、基本法优化齐头并进；2) 产品升级旨在通过创新推出“保险+健康管理”、“保险+康养”、“保险+居家养老”等产品及服务，不断优化迭代，打造有温度的保险，从而持续提升客户服务体验，构建差异化的竞争优势；3) 文化引领，践行新价值文化，行业去粗存精、转型升级，平安需要把握机遇，不惧挑战，正本清源、重塑思想文化体系，以新价值文化“专业，让生活更简单”引领寿险未来高质量、可持续、更长远健康发展。经过近三年的探索，平安改革路径越来越清晰，改革成效逐步凸显，而其在改革道路上的步伐也越来越铿锵有力。

图6: 经过近三年的探索, 平安改革路径愈发清晰, 成效逐步凸显



寿险改革行至三载, 曙光在前, 胜利在望。我们坚信, 中国必将迈向保险强国之路, 中国寿险业必将迎来历史发展新机遇, 平安寿险必将铸就二次腾飞的新辉煌!

相信在杨铮董事长及寿险班子的带领下, 平安寿险全体同仁团结一心, 引领全球百年寿险变革的新篇章!

——中国平安董事长马明哲在2022年平安寿险高峰会的致辞



1. 平安在2019年率先启动寿险改革, 经过两年多的探索, 改革的路径已经非常清晰, 效果也不断显现, 用三个词句来概括: 一是渠道转型, 打造“三高”队伍; 二是产品升级, 打造有温度的保险; 三是文化引领, 践行新价值文化。
2. “价值最大化”是检验一切工作的标准, 必将成为寿险再次创业, 再出发的强大内驱力。
3. 紧密依托集团“综合金融+医疗生态”优势, 坚定高质量转型, 向三好五星营业部和“三高”队伍的目标奋进。

——平安人寿党委书记、董事长杨铮在2022年平安寿险高峰会上的讲话



渠道端: 平安寿险实施代理人队伍分层精细化经营, 推动队伍结构优化。截至2022年3月末, 大专及以上学历代理人占比同比上升3.5个百分点; 社区网格化已在11个城市试点, “孤儿单”13个月保单继续率同比大幅提升。产品端: 截至2022年一季度, 平安“保险+”产品新业务价值贡献已经超过1/3。

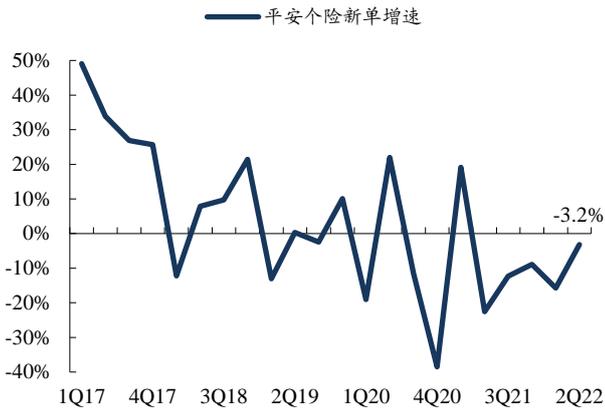
——中国平安2022年第一季度财务报告摘要

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**“渠道+产品”改革多重举措并行下, 平安寿险业绩边际改善, 改革成效初破水。**

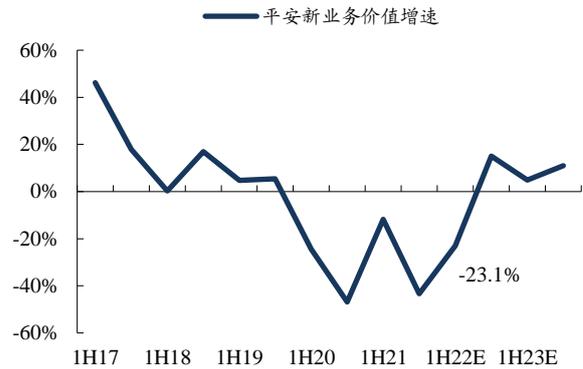
自平安推行改革的三年来, 举措不断深化, 从架构端成立寿险改革小组、集团董事长马明哲亲任组长、遴选大将到项目端创新推出优才计划到多元渠道创新发展到产品端养老社区+居家养老+健康管理三管齐下再到全面数据化经营, 平安在集团庞大的体量下, 坚定不移、稳扎稳打地带领集团沉潜蓄势。在寿险行业酝酿拐点信号时, 平安已凭借率先义无反顾地推动寿险全面改革的先发优势, 释放出改革成效。2022 公司单季度个险新单保费收入 216.82 亿元, 同比增速为-3.2%, 较 1Q22 降幅大幅收窄 12.5 个百分点, 1H22 平安累计个险新单同比增速为-11.9%, 我们预计公司中报同比口径 NBV 降幅有望收窄至 20%(1Q22 公司 NBV 同比下降 33.7%, 可比口径同比降幅约为 25%, 系 2021 年末调整更为谨慎的精算假设)。

图7：2Q22 个险新单降幅收窄



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图8：我们预计公司 NBV 增速即将见底



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

## 2. 寿险改革渠道篇：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。

随着平安多元化渠道改革持续深化，创新经营成效逐步显现。截至 2022 年 3 月末，平安个险渠道大专及以上学历代理人占比同比上升 3.5 个百分点；银保渠道优才队伍产能达到传统寿险代理人的 2 倍以上，社区网格化经营模式在上海、深圳、沈阳三地落地试点成功，增加 8 个试点城市并启动推广，2021 年公司“孤儿单”13 个月保单继续率同比大幅提升逾 20%；而渠道数字化也进一步取得成效，在代理人渠道的经营智能化试点已推广至 65% 的营业部，三大创新渠道对于价值的贡献也持续提升，多元化渠道贡献 NBV 占比由 2019 年的 9.1% 扩大至 2021 年的 15.1%，寿险渠道端改革在夯实优才的同时积极探索多元。

图9：平安鼎力推进多渠道发展



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

注：1) 多渠道贡献 NBV 为平安寿险通过社区网格化、银行优才、下沉渠道等实现的个人业务 NBV 直接加总。其中，社区网格化渠道包括原电网销渠道，银行优才渠道包括原银保渠道；2) 孤儿单为与平安寿险终止代理关系的代理人在代理关系终止之前所代理销售的有效保单；3) 客均潜力是指财富客户预计购买寿险产品的保费额；4) 下沉市场及下沉渠道指平安寿险聚焦三四线城市及乡镇县潜在客户的创新渠道发展

## 2.1. 优才队伍：奏响个险转型与队伍改革圆舞曲

### 2.1.1. 改革行至中局，打造精英销售团队

优才战略成为平安代理人渠道的改革重心。随着增员人口红利的消失以及消费者对保险产品和服务更高质量的要求，当前队伍发展“优增”一条路，“内耗”仅徒劳。平安寿险改革针对个险渠道转型，注重人才选拔与后续的培养工作，实施代理人队伍分层精细化经营，推动队伍结构优化。2021年10月，平安推出招“才”季人才招聘计划，旨在通过提供更“优”质的培养、待遇、发展和平台，为寿险代理人打造专属培养体系，帮助寿险代理人更快地适应工作环境，进而成为未来的寿险精英和引领行业的“保险企业家”。招募计划实施以来成效显著，截至2022年3月末，公司代理人较2022年初下滑10.4%至53.8万人，大专及以上学历代理人占比同比上升3.5个百分点，我们预计截止2022年中期人数仍有进一步下滑压力，但代理人质量将进一步提升。基于高质量的人才储备，通过创新型专属培养模式和科技赋能打造具有核心竞争力的精英销售团队，为优才提供宽广的职业发展通道，将其培养为引领行业未来发展的保险专家。

### 2.1.2. 多重新人支持，做优才生涯摆渡人

应对优才培养周期相对较长问题，平安给予新人优厚的入职支持方案。当前，保险代理人没有稳定的底薪和五险一金基本保障是制约个险渠道高质量发展的核心掣肘，也是难以吸纳优秀人才的重要原因之一。2022年6月起，平安人寿陆续推出“优+计划”与“优+护航计划”，旨在招募青年保险力量，打造与客户适配的专业代理人团体，为客

户解决深层次的保险保障、财富传承等各类综合需求。“优+护航计划”专门针对入职新人在过渡期收入无法得到保障的问题，为其提供最长可达 18 个月的训练津贴与多样化的财务支持方案，在打开团队成员收入的成长空间的同时，为优秀的销售人才提供转型期内的基础底薪保障。财务支持方面，给予员工启航津贴、护航津贴、训练津贴和高绩效特别奖。发展基金方面，为员工提供绩优奖、增员奖、晋升奖、主任津贴和晋升发展基金。除此之外，为员工提供五险一金和健康服务等综合福利保障，充分体现负责任的人才培养态度与集团关怀。

表2: “优+护航计划” 收入护航内容

| 新人财务支持                        | 新人发展支持                           | 综合福利保障计划                         |
|-------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| 启航津贴: 首月参训&参会可获 1-2 千元        | 增员奖: 24 个月增员奖                    | 基本保障: 定期寿险、意外伤害、意外医疗、住院医疗、养老年金   |
| 护航津贴: 收入保障长达 12 个月, 月度最高 2 万元 | 绩优发展奖: 以优增优可享受, 最长 4 个季度         | 健康服务: VIP 预约挂号、住院安排、专家医生团、重疾二次诊疗 |
| 训练津贴: 最长 18 个月支持, 月度最高 6 万元   | 优才组区晋升奖: 优+高质晋升主任, 一次性奖励 1 万元    |                                  |
| 高绩效特别奖: 最高一次性奖励 20 万元         | 直增奖励: 最长 2 年, 最高累计 2 万元          |                                  |
|                               | 晋升发展基金: 5 年内高质晋升部经理, 最高奖励 160 万元 |                                  |

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 2.1.3. “三好五星” 营业部建设

平安用“让总部听到前线打仗的声音”，来表达公司对于数字化试点的期待。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。第一批试点的营业部，其全年新业务价值正增长 10%，人均新业务价值正增长 30%，均优于整体公司表现。

“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。在此过程中，数字化工具的嵌入更为“三好五星营业部”的搭建、增员、活动管理、培训提供重要支撑。从线上线下结合的销售前端，到“先知、先觉、先行”的管理中台，数字赋能下营业部经理将节约 90% 的时间、提升 95% 的营业部管理水平。2021 年，在全国 20 个营业部试点数字化工具后，一半的营业部业绩明显改善，部均首年保费比试点前提升了 6%。

图10: 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

图11: 深圳分公司三好五星数字化营业部

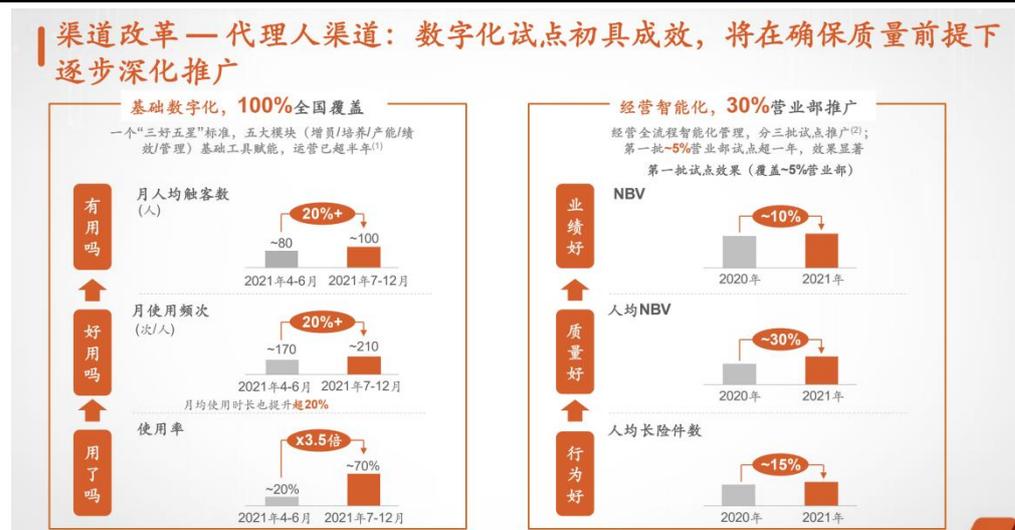


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

“三好五星”评价体系已逐步融入日常工作当中, 并释放强大动能。数据显示, 目前平安人寿超五成的营业部达到“三好五星”潜力及以上标准。截至今年3月末, 平安寿险星级部课已近 1200 个, 其产能同比提升近 10%。就参与寿险数字化改革的高峰英雄而言, 他们所在部课的经营管理水平也再上层楼。其 2021 年业务增速领先平安人寿全系统, 绩优数量持续提升, 新人留存明显改善。

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。

图12: 平安寿险数字化试点初具成效, 将在确保质量前提下逐步深化推广



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

注: 1) 基础数字化于 2021 年 3 月起营; 2) 三批试点分别在 2020 年底、2021 年中、2021 年底启动, 其中第一批~5%营业部

## 2.2. 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。

表3：平安新银保团队发展历程

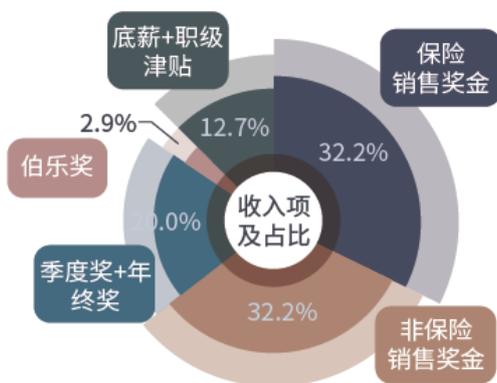
| 时间      | 具体内容   |
|---------|--|
| 2021.08 | 平安银行银保新模式首次官宣。谢永林董事长指出“新银保”观念要改变、队伍要改造、产品要适配，服务及系统要融合4个重点                          |
| 2021.09 | 平安银行银保新模式领导班子首次亮相，蔡新发任平安银行行长特别助理，方志男任保险金融事业部总裁，第一批7家试点分行（北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、佛山）快速推进 |
| 2021.11 | 平安私人财富专家队伍规模破百   |
| 2021.12 | 平安私人财富专家队伍使命正式发布，即“保障、保值、增值、超值”；第一张百万 NBEV 大单出现                                    |
| 2022 年初 | 队伍培训体系“登峰计划”上线，包含金牌导师团、全能培训班、全资产配置认证、实战 MBA 四大模块                                   |
| 2022.03 | 试点分行范围持续扩大，至此全国 34 家分行火热推进，平安家庭信托产品上市  |
| 2022.07 | 新模式一周年来临之际，平安私人财富专家队伍 NBEV 破亿  |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.2.1. “职业+创业”双模式，行员编制同业领先

平安银行家优创“职业+创业”双模式。职业角度设立行员编制，给予员工基本底薪（底薪基础\*地区系数\*折标系数）、客户资源、销售职位津贴、五险一金和带薪年假等员工福利等；创业角度则附加个人销售奖金、管理奖金、团队发展奖金和非保险奖金等较同业更高的业绩达成奖励。独创行员编制及较高的业绩激励打开了团队成员收入的成长空间，为优秀的销售人才提供转型期内的基础底薪保障。

图13：平安银行家高级顾问薪酬拆分



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图14：拥有底薪保障的业内独有的行员编制

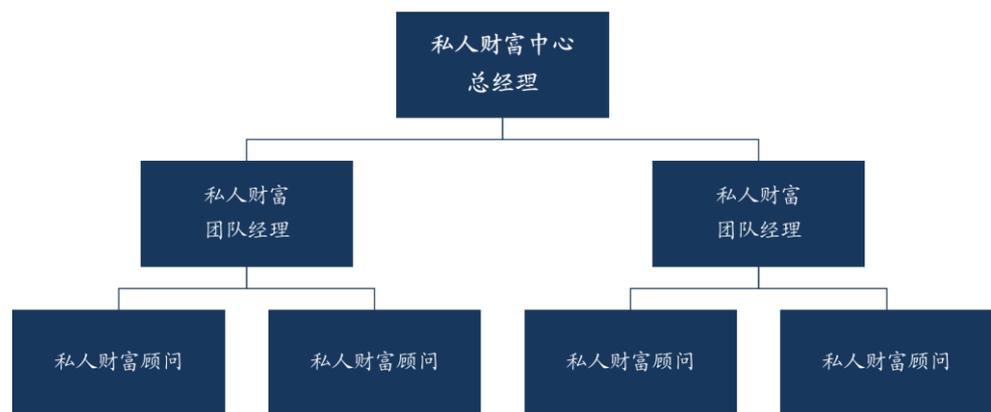


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.2.2. 组织架构扁平化，产能水平有效提升

新银保的基本法更强调组织架构的扁平化，只有“私人财富顾问—私人财富团队总经理—私人财富中心总经理”3层结构。不同于传统个险渠道中的金字塔、多层级的代理人结构，平安银行简化层级、降低组织利益的占比，从而引导代理人多劳多得、提升个人服务客户意识，我们认为此举可有效提高费用分配效率。若完全破除保险营销的层级关系，不利于团队建设的“传帮带”；而较少的层级则有助于资源向高产能团队倾斜、提升团队中精英成员占比、同时可兼顾队伍的销售能力和管理能力，从而满足团队多元化发展路线。

图15：平安银行家组织架构相对扁平



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.2.3. 入口端提升招募要求，培养机制体系化，全方位提升专业服务水平

目前优秀人才精英已陆续加盟新银保团队。2021年7月，原友邦中国首席业务官方志男加盟平安银行，任银保新私行业务执行官。方志男先生于2011年任友邦中国区首席业务执行官，成功推进营销员渠道2.0项目，并于2013-2016任友邦保险上海分公司负责人，对高质量销售队伍建设及中高端客群保险市场有深刻理解。其将着手布局建设银保渠道“高质量、高产能、高收入”的私人财富管理银行家团队，并带领此次平安新银保改革，发力大财富管理战略。平安新银保团队提升招募要求，从入口端把控队伍质量，着眼高端财富管理，产能目标是行业代理人的2倍以上。根据平安银行2021年年度业绩发布会，公司预计2022年末新银保团队数量接近2000人。当前团队中约有23%来自外资银行、外资寿险公司，约45%曾有高素质、高产能团队的管理经验，约36%的个人业绩达MDRT标准及以上。

表4: 平安新银保团队招聘要求

| 层级        | 岗位职责                                   | 学历      | 证书   | 从业要求                         |
|-----------|--|---------|--|------------------------------|
| 私人财富顾问    | ①开拓维护私行及财富客群<br>②提供综合化、有温度的金融服务        | 本科及以上学历 | COT/TOT/MDRT/IDA 荣誉优先<br>持有 AFP/CFP 理财专业证书、国际保险专业证照, 曾获得 COT/TOT/MDRT/IDA 荣誉优先 | 2 年及以上金融行业相关岗位工作经验           |
| 私人财富团队总经理 | ①负责团队组建、培养和管理等工作<br>②制定团队业务发展规划        |         |  | 3 年及以上金融行业营销经验, 1 年及以上团队管理经验 |
| 私人财富中心总经理 | 负责全面推进私人财富中心的业务开拓, 包括营销管理、客户管理及合规管理工作等 |         |  | 8 年及以上金融行业营销经验, 3 年以上团队管理经验  |

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

平安新银保团队与客户的素质相通, 通过针对性的服务满足中高端客户的财富配置需求, 承载客户的陪伴式服务。从团队人员招募来看, 平安新银保团队大批吸纳懂保险的私人财富顾问、私人财富团队总经理及私人财富中心总经理, 招聘偏好于金融从业经验丰富和拥有理财、保险专业证书的候选人, 私行理财素质凸显; 从客户分层来看, 平安新银保模式对客户层纵向精细化。1.0 时代, 平安私行的客户分层为财富、钻石、私行; 2.0 时代, 在此前基础上新增“大于 3,000 万资产的超高净值”和“资产规模亿级以上”的 2 大顶级私行客群。新银保模式升档客户服务, 将顶级/超高净值客户服务向下触达普通私行客户、私行服务向下触及钻石/财富客户, 完成私行财富策略升级。

针对顾问、团队总经理两类人群, 新银保团队提供专属的实战培养体系, 旨在打造一支能力卓越、懂保险的财富管理专家队伍, 为客户提供专业的一站式综合金融服务。培训内容包含进阶培训、资格认证、实战专题、名校进修、科技赋能等陪伴式成长体系: 借助平安科技平台, 培训线上线下融合, 满足个性化需求, 实现陪伴式成长。平安新银保的培训体系较传统保险公司更为细致、培训由浅入深, 系统培训时长约 2-3 年。

#### 2.2.4. 双赢合作尽显集团综合金融优势

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。在新模式一周年即将来临之际, 平安银行银保新模式业绩可嘉。截至 2022 年 7 月, 平安私人财富专家队伍累计 NBEV 已破亿; 新队伍招募已覆盖全国 34 座城市, 高素质私人财富专家共加盟 845 名, 其中本科及以上学历占 92%, 硕士以上占 19%。我们测算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, 具体假设如下:

- **平安银行家队伍规模。**我们预计平安新银保团队人数从 2021 年末的 300 人增加至 2022 年末的 2000 人, 2025 年增加至 10,000 人, 2030 年增加至 28,000 人, 公司严格入口端的把控, 我们假设活动率始终维持在 75%。
- **平安银行家队伍质态。**我们假设公司始终严格要求平安银行家队伍, 平均产能维持在行业的 2 倍以上, 我们预计人均首年保费产能 2022 年为 30 万元/人/年,

此后每两年增加 2 万元/人/年。经测算，我们预计队伍来自保险业务人均收入从 2021 年的 7.5 万元逐年增加至 2030 年的 11.4 万元，来自其他业务收入（包括但不限于理财、基金代销等）从 2021 年的 5.0 万元逐年增加至 2030 年的 11.4 万元，保险业务创收占比从 2021 年 60% 优化至长期 50%，业务结构日趋多元。

- **平安银行中收创造。**我们预计前三年为起步阶段，中收创造规模参考意义不大，我们预计至 2025 年来自平安新银保团队中收将达到 8.33 亿元，至 2030 年将达到 28.78 亿元。作为参考，2021 年平安银行财富管理手续费收入中，来自代理保险收入达 15.16 亿元。
- **平安寿险及健康险规模及价值贡献。**我们预计平安新银保团队首年保费规模至 2025 年将达到 25.50 亿元，而总促成保费将达 53.92 亿元，假设新业务价值率从 2021 年的 22% 每两年增长 1 个百分点至 2025 年达 24%，至 2030 年达 26%，对应 2025 年贡献新业务价值为 6.12 亿元，至 2030 年贡献新业务价值达 20.75 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 17.69 亿元，价值率为 19.3%。
- **内部交易抵消集团费用支出。**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 4.83 亿元，至 2030 年将节省集团税前利润 16.69 亿元。

表5: 平安银行家保费及平安银行中收规模测算

| 年份                       | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2028E  | 2029E  | 2030E  |
|--------------------------|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>队伍指标</b>              |      |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| 平安银行家队伍人数(人)             | 300  | 2,000 | 4,000 | 7,000 | 10,000 | 13,000 | 16,000 | 20,000 | 24,000 | 28,000 |
| 活动率                      | 75%  | 75%   | 75%   | 75%   | 75%    | 75%    | 75%    | 75%    | 75%    | 75%    |
| 人均首年保费产能<br>(万元/人/年)     | 30   | 30    | 32    | 32    | 34     | 34     | 36     | 36     | 38     | 38     |
| 队伍人均收入<br>(保险业务, 万元/人/年) | 7.5  | 7.6   | 8.3   | 8.5   | 9.3    | 9.6    | 10.3   | 10.5   | 11.2   | 11.4   |
| 队伍人均收入<br>(其他业务, 万元/人/年) | 5.0  | 5.5   | 6.5   | 7.2   | 8.5    | 9.6    | 10.3   | 10.5   | 11.2   | 11.4   |
| 其中: 保险业务创收占比             | 60%  | 58%   | 56%   | 54%   | 52%    | 50%    | 50%    | 50%    | 50%    | 50%    |
| <b>平安银行</b>              |      |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| 平安银行中间业务创收(保险业务, 百万元)    | 20   | 136   | 299   | 536   | 833    | 1,118  | 1,489  | 1,897  | 2,425  | 2,878  |
| <b>平安寿险及健康险</b>          |      |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| 首年保费规模(百万元)              | 68   | 450   | 960   | 1,680 | 2,550  | 3,315  | 4,320  | 5,400  | 6,840  | 7,980  |
| 总促成保费规模(百万元)             | 68   | 511   | 1,426 | 3,010 | 5,392  | 8,452  | 12,380 | 16,943 | 22,379 | 28,163 |
| 平安寿险及健康险新业务贡献<br>(百万元)   | 15   | 99    | 221   | 386   | 612    | 796    | 1,080  | 1,350  | 1,778  | 2,075  |
| 新业务价值率                   | 22%  | 22%   | 23%   | 23%   | 24%    | 24%    | 25%    | 25%    | 26%    | 26%    |

| 中国平安集团                |     |     |     |     |     |     |     |       |       |       |
|-----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-------|-------|-------|
| 内部交易抵消集团费用支出<br>(百万元) | 12  | 79  | 174 | 311 | 483 | 648 | 864 | 1,100 | 1,406 | 1,669 |
| 比例                    | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58% | 58%   | 58%   | 58%   |

数据来源：公司官网，公司财报，东吴证券研究所

### 3. 寿险改革产品篇：“三经”聚健养，“四维”区定位

#### 3.1. 产品线布局日臻完善

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。

图16：“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

“以人民为中心”，“三经”聚焦养老与健康，服务于民。在我国居民财富稳健增长下，老龄化问题也日益凸显。2021 七普数据显示，我国 60 岁及以上人口约为 2.6 亿，占总人口的 18.7%。相较 2010 年，60 岁及以上人口比重上升 5.4 个百分点，我国老龄化程度显著加深，并即将步入深度老龄化社会，而我国养老保障压力持续增加，养老第二、三支柱发展仍较浅，第一支柱面临较大的公共财政负担，且保障力度较为有限。平安积极政府号召，立足客户需求，从创新产品供给、建设养老生态及打造健康服务体系三方面出发，探索平安特色的多层次养老解决方案，并构建以“高端康养、居家养老、健康管理”的三条经线，锚定服务，致力服务居民美好生活。

“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。

图17：“御享”、“盛世”、“智盈”、“如意”四大产品线



数据来源：公司产品发布会，东吴证券研究所

表6: 四大产品线匹配不同客户需求

|      | 如意系列  | 智盈系列  | 盛世系列                        | 尊享系列   |
|------|---|---|-----------------------------|--|
| 目标客群 | 事业和财富初创期的客户   | 事业和财富上升期的客户   | 聚焦社会精英人群                    | 事业成功，财富自由人士  |
| 保险需求 | 此类在当前人生阶段身体健康，对未来充满希望，但投入在保险上的花费有限，优先考虑对当前生活影响较大的意外、医疗等问题 | 该类客户拥有车贷、房贷等大额支出，而风险发生后带来的收入中断将会对客户生活产生较大的影响。因此，该类客户关注疾病、意外、医疗等可能会影响收入的各类风险 | 对家庭、财富面临的风险有清晰认知，保险为规划中的必选项 | 擅于预判形势变化、提前布局、追求高品质生活  |
| 产品侧重 | 花费较少但保障较高的产品：医疗险、意外险、重疾险（有条件可配置）                          | 涵盖重疾、轻症的终身重疾+教育金等初步资金安排   | 个性化保障+财富资产配置                | 1) 养老乐居：不仅提供养老资金的储备，还提供居家养老或康养社区的服务，保证养老生活的品质；<br>2) 健康保障：覆盖疾病全周期的顶级医疗资源；<br>3) 财富管理：通过保险+的模式实现财富传承。 |

数据来源：公司产品发布会，东吴证券研究所

“三经四维”产品布局下，盛世金越增额寿险，满足客户财富管理需求。2022年4月，平安通过对市场变化与消费者需求的洞察，推出满足消费者财富管理需求的增额终身寿产品“盛世金越”。“盛世金越”作为“增额终身寿险”，具备“寿险保障”+“财富管理”双属性，并拥有“保额”和“现金价值”双增长的功能。对于不同年龄阶层的客户，盛世金越都具备不同的价值与意义：1) 处于事业发展初期的客户，盛世金越的高额身故保障可助其应对不可预知的人身风险，且可实现强制储备，避免过度消费和资金挪作他用；2) 对于事业进入平稳期且收入稳定的中年客户，该类客户群体或面临子女婚嫁、父母赡养等需求，一方面盛世金越可帮助抵御人生风险；另一方面，作为一款现金价值与年度保额双增长的终身寿险，在交费期满一定年度后，现金价值开始按约3.5%逐年递增。年度保额从第2个保单年度起，以每年3.5%确定递增，时间越长年度保额越高；3) 盛世金越支持保单贷款，最高可贷现金价值的80%，以应对紧急的资金需求。

表7: “盛世金越”产品特征

| 产品责任   | “盛世金越”增额终身寿险                             |
|--------|--|
| 定价利率   | 3.5%                                     |
| 交费期限   | 3/5/10/15/20年交/趸交(趸交仅供居家养老使用)            |
| 投保年龄   | 0-75岁                                    |
| 保险期限   | 终身                                       |
| 当年度保额  | 当年度保额=基本保险金额 x (1+固定系数) <sup>(n-1)</sup> |
| 保险增长系数 | 3.5%                                     |
| 身故/全残险 | -18周岁前身故:MAX(已交保费, 现价)                   |

|               |  |
|---------------|--|
|               | -18 周岁及以后身故:MAX(所交保费比例, 现价, 当年度保额)<br>18-40 岁为所交保费的 160%; 41-60 岁为 140%; 61 岁及以上为 120%<br>-增加全残责任(新残标 1-3 级) |
| <b>特色权益</b>   | 可选单/双被保险人<br>在生效满 7 年且交费期满后, 双被可以调整为单被, 同时补退费  |
| <b>减少基本保额</b> | 同一保单年度内申请减少的基本保险金额之和不得超过本主险合同生效时基本保险金额的 20%  |

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

低利率环境和权益市场大幅波动环境下增额终身寿险安全性、收益性和流动性的综合优势受到青睐。2021 年初重疾新老定义切换提前消耗部分消费需求, 2022 年初以来队伍规模持续下降进一步拖累价值型业务增速, 由于增额终身寿价值率水平介于长期重疾险与短储类产品之间, 成为保险公司实现业绩目标的重要抓手。我们认为, 在高度竞争的环境下, 产品与服务的打磨将成为差异化竞争力, 而“盛世金越”产品有望凭借安全确定、持续增长、灵活掌控、应急有备四大特点, 满足不同年龄阶层客户的多样需求, 从而脱颖而出。截至 2022 年一季度, 平安“保险+”产品新业务价值贡献已经超过 1/3。

### 3.2. 保险+健康管理: 升级平安 RUN

#### 3.2.1. 公众健康需求提升催动保险产品变革

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度大大提升。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。

#### 3.2.2. 全国广泛布局, 线上线下强势护航

“平安臻享 RUN”是基于重疾险的一项全新服务保障计划, 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。

表8: “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<br>提供家庭医生式一站管理服务 | 提供就医协助服务<br>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<br>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

助力打造有温度的保险产品。“平安臻享 RUN”健康管理计划有资源、团队和服务

三大亮点。**1.资源广：**平安健康服务网络覆盖全国 324 个城市，1684 家三甲医院。**2.团队强：**由专业临床医生、国家注册营养师、心理咨询师和资深健康管理师组成的控糖服务团队与原三甲副主任医生领衔、平均临床经验十年以上医生组成的重疾专案管理团队是两大亮点。**3.服务暖：**陪诊专员遍布全国，打造规范、专业的就业陪同服务体系，控糖与重疾专案服务经验丰富，让客户暖心，让病人舒心，让家人安心。截至 2022 年 3 月末，“平安臻享 RUN”已覆盖重疾险客户超 2,200 万人，整体服务满意度达 98%。

### 3.3. 保险+高端养老

随着中国老龄化进程的深入和居民消费水平的提高，新时代的养老模式将从生存型向享受型、消费型转变，高端康养有望成为这一行业变局中的重要突破口。随着家庭规模的缩小，传统的家庭养老模式作用有限，机构养老的需求逐渐增加，中国平安高端康养领域做出了一系列的有益探索。

#### 3.3.1. 9073 格局下的养老蓝海市场

“9073”养老模式，又称国家“9073”工程，即 90%的老年人居家养老；7%的老年人享受社区居家养老服务；3%的老年人享受机构养老服务。9073 格局下，人们普遍面临“养老钱从哪儿来”、“养老服务谁来提供”、“健康支撑体系如何构建”三大问题。保险公司凭借其资金给付确定、健康管理经验丰富的特点，在长期投资资金管理、长寿风险管理、医疗健康养老产业协同等领域有着一定竞争优势。平安在保险产品、养老服务、健康支撑体系等方面积极做出有益探索。

#### 3.3.2. 高端市场需求符合平安能力圈

结合国际经验与实际运营实践，平安集团对高端市场需求进行了一系列的洞察分析与战略安排。2021 年 5 月，平安集团发布“平安臻颐年”康养品牌及首个高端产品线“颐年城”，通过“金融+医疗+康养”结合的创新发展模式，整合公司金融、医疗与科技领域的优势资源，打造集全景医疗、智慧社区、精细养护、乐享生活为一体的医养综合体项目。“臻颐年”秉持“尊贵生活、尊享服务、尊严陪护”的价值主张，汲取全球大健康产业实践经验，对标超过 20 多个国际组织与企业的深入研究成果，根据客户需求提炼出专有的“七维健康理念”，从身体、认知、情绪、社交、职业、经济和精神七项健康维度出发，提供专属定制化服务，为客户提供全方位照护，打造长者晚年幸福生活。

表9：“平安臻颐年”的“五臻”标准

| “五臻”标准 | 对应内容  |
|--------|---|
| 臻稀地段   | 精选核心城市核心区域，打造便捷、优质、有温度的生活圈，并打通绿色就医转诊通道，直达三级综合医院。  |
| 臻致服务   | 链接全球顶级的医疗照护资源，在康复端引进美国医学科学院院士励建安教授领队的国际康复医疗团队，在照护端携手国际卓越养老服务商倍乐生知一恺迺公司，联合搭建护理服务体系，匠心打造涵盖自理、半自理、专业照护、安宁疗护的全周期照护服务。       |
| 臻品产品   | 引入逾百项国际领先的科技化高品质的适老家居设计和多元化的品质康乐配套设施，结合平安科技能力，智能生活起居交互平台和领先智能紧急救援设备，打造安全、高效、专业的居住环境。在健康环境和康养管理端，分别采用国际健康建筑标准 WELL 标准以及国 |

际康复照护领域 CARF 标准作为衡量标尺，为长者带来可量化、可感知的康养体验。

**臻享权益**

为客户匹配金融、生活、健康三大管家式服务。金融管家为客户解决保险、信托、证券、银行等金融问题，满足客户在不同人生阶段定制化的保险保障及财富管理需求。生活管家为客户提供一站式服务，从出行礼遇，子女教育，生活服务维度为客户提供品质生活体验。健康管家为客户提供全球优质医疗资源，配备 7\*24 小时私家医生、高端综合体检、全球权威专家诊疗等尊享权益，为客户提供覆盖全生命周期的全方位健康服务。

**臻心保障**

为客户提供全面、一流的服务保障。目前，以平安健康为主体的庞大线下健康医疗服务网络已经覆盖 11 万家药店、4.9 万家诊所和超 2000 家体检中心，为客户的健康提供保障。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2022 年 3 月，首家平安颐年城项目落于深圳前海蛇口自贸区，位于招商街道蛇口海上世界片区，30 分钟直达市中心、1 小时内可达港珠澳三地，项目周边文化、购物商圈、三甲医院等配套齐全。以深圳为起点，辐射粤港澳，除蛇口颐年城以外，平安在其他一线城市已有新增项目，其余城市项目亦在储备中。未来，平安在高端康养方面的布局，将优先聚焦一线城市及部分核心二线城市的核心区位项目，建设市中心 CCRC 综合康养社区，打造行业标杆项目，同时逐步探索旅居社区及护理院等产品业态的布局。

**表10：“颐年城”入住规则**

| 申请入住   | 保单金额    | 对应服务    | 优先入住权   | 入住转让权  |
|--|---------|---------|---|--|
| 客户购买保单，获得确认函后，任何时候，只要提交入户申请，12 个月以内 100% 保证入住平安臻颐年旗下的全国发展社区。 | 1000 万元 | 1 次保证入住 | 客户(投保人)的家属，三代直系亲属，父母，岳父母，投保人自己的兄弟姐妹，都可以通过这种方式使用优先入住权，入住到康养社区当中，简单来讲就是一份保单能够满足整个家庭的入住需求。 | 在客户没有使用保证入住权的情况下，可以把入住权转让给他身边的朋友，老师或者任何一位想转让的人。同时在客户入住时，免交任何入住押金以及会员费。 |
|  | 2000 万元 | 2 次保证入住 |   |  |
|  | 3000 万元 | 3 次保证入住 |   |  |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**图18：深圳前海蛇口“颐年城”效果图**



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

尽管平安入局高端康养产业相对较晚，但凭借其领域深耕、生态完整的特点，有机会发挥后发优势，树立新的高端康养标杆。随着高端康养项目覆盖范围的逐步扩大，更多具象化的养老场景有助于提升品牌感召力，吸引用户入住，也有助于检验配套设施适用性，推动相关银发产业发展，打造安全、专业、高效的居住环境，在应对不断加深的人口老龄化与满足高端养老需求中扮演重要角色。

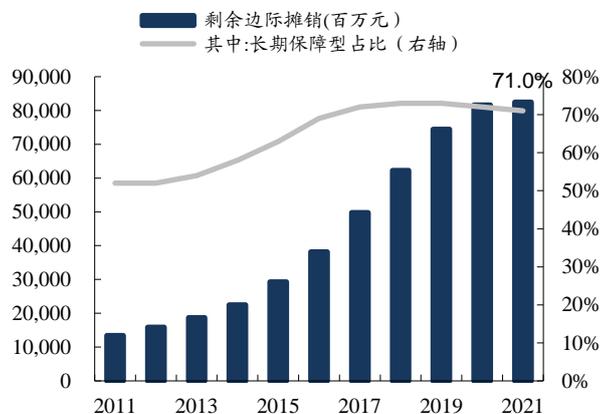
## 4. 寿险营运利润：业务品质优良，摊销稳健增长

### 4.1. 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，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。

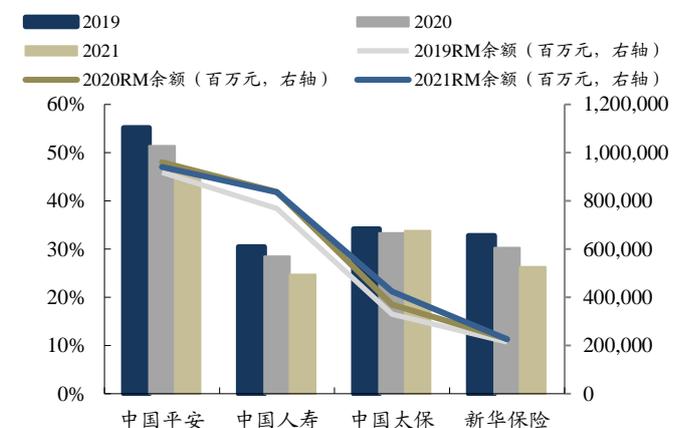
图19：平安寿险剩余边际摊销稳健增长



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

注：2012~2015年为平安寿险口径，2016年及之后为寿险及健康险业务口径。

图20：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

### 4.2. 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年一季度，中国平安实现归母营运利润430.47亿元，同比增长10.0%；实现归母净利润206.58亿元，同比下降24.1%。净利润与税后营运利润（OPAT）差异主要系短期投资波动（-197.15亿元）和折现率变动（-26.13亿元）影响。客观来看，在外部市场大幅波动环境下，公司取得稳健的营运利润增长实属不易，

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 0.4%、8.9% 和 5.2%，2023 年在新业务逐步复苏下，寿险 OPAT 增速有望重拾升势。我们预计 2022 年至 2024 年公司剩余边际的增速分别为 1.1%、1.5% 和 3.0%。

表11: 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        | 950,977        | 965,690        |
| 新业务贡献(2)                           | 177,485        | 155,684        | 88,571         | 55,905         | 53,200         | 58,202         | 63,680         |
| 预期利息增长(3)                          | 28,498         | 33,811         | 36,319         | 36,505         | 35,658         | 36,109         | 36,824         |
| 剩余边际摊销(4)                          | (62,287)       | (74,454)       | (81,583)       | (82,488)       | -83,385        | -84,439        | -86,111        |
| 营运偏差及其他(5)                         | 26,617         | 16,742         | -1,539         | -29,373        | 4,772          | 4,840          | 14,742         |
| <b>寿险及健康险业务期末剩余边际(6)=(1+...+5)</b> | <b>786,632</b> | <b>918,416</b> | <b>960,183</b> | <b>940,732</b> | <b>950,977</b> | <b>965,690</b> | <b>994,826</b> |
| 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%          | -8.9%          | -8.9%          | -8.9%          |
| 营运偏差占期初剩余边际比例                      | 4.3%           | 2.1%           | -0.2%          | -3.1%          | 0.5%           | 0.5%           | 1.5%           |
| 新业务贡献增速                            | 5.4%           | -12.3%         | -43.1%         | -36.9%         | -4.8%          | 9.4%           | 9.4%           |
| 预期利息增长增速                           | 25.9%          | 18.6%          | 7.4%           | 0.5%           | -2.3%          | 1.3%           | 2.0%           |
| 剩余边际摊销增速                           | 25.0%          | 19.5%          | 9.6%           | 1.1%           | 1.1%           | 1.3%           | 2.0%           |
| 营运偏差及其他增速                          | 30.8%          | -37.1%         | -109.2%        | 1808.6%        | -116.2%        | 1.4%           | 204.6%         |
| <b>寿险及健康险业务期末剩余边际增速</b>            | <b>27.6%</b>   | <b>16.8%</b>   | <b>4.5%</b>    | <b>-2.0%</b>   | <b>1.1%</b>    | <b>1.5%</b>    | <b>3.0%</b>    |
| 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         | 83,385         | 84,439         | 86,111         |
| 净资产投资收益(B)                         | 8,959          | 11,738         | 13,170         | 14,567         | 17,173         | 20,779         | 25,142         |
| 息差收入(C)                            | 5,048          | 3,947          | 4,565          | 4,823          | 5,807          | 6,403          | 7,059          |
| 营运偏差及其他(D)                         | 21,749         | 10,406         | 4,607          | 7,436          | 4,199          | 8,444          | 8,611          |
| 税前营运利润合计(E=A+B+C+D)                | 98,043         | 100,545        | 103,926        | 109,314        | 110,564        | 120,064        | 126,923        |
| 所得税(F)                             | -26,698        | -11,595        | -10,260        | -12,239        | -13,129        | -13,951        | -15,239        |
| <b>税后营运利润合计(G)</b>                 | <b>71,345</b>  | <b>88,950</b>  | <b>93,666</b>  | <b>97,075</b>  | <b>97,435</b>  | <b>106,114</b> | <b>111,684</b> |
| 短期投资波动(H)                          | -12,853        | 19,354         | 10,308         | -23,491        | -8,627         | -7,351         | -5,660         |
| 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          | -              |                |                |                |                |
| <b>净利润(J=G+H+I)</b>                | <b>58,757</b>  | <b>103,737</b> | <b>96,072</b>  | <b>60,303</b>  | <b>88,808</b>  | <b>98,762</b>  | <b>106,024</b> |

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

### 4.3. 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21：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

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 下行和权益市场浮亏 10% 的保守假设，我们给出 0.84 的 P/EV 的目标估值。

表12: P/EV 情景分析(横轴指权益价格波动; 纵轴指利率下降水平)

|               | -30% | -20% | -10% | -5%  | 0%   | 5%   | 10%  | 20%  | 30%  |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>0bps</b>   | 0.95 | 0.97 | 0.98 | 0.99 | 1.00 | 1.01 | 1.02 | 1.03 | 1.05 |
| <b>50bps</b>  | 0.88 | 0.90 | 0.91 | 0.92 | 0.93 | 0.93 | 0.94 | 0.96 | 0.97 |
| <b>100bps</b> | 0.81 | 0.83 | 0.84 | 0.85 | 0.85 | 0.86 | 0.87 | 0.88 | 0.90 |
| <b>150bps</b> | 0.74 | 0.75 | 0.77 | 0.77 | 0.78 | 0.79 | 0.79 | 0.81 | 0.82 |
| <b>200bps</b> | 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。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

结合上文分析, 自 2018 年以来, 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, 但行业曙光初破水, 寿险改革始见微。我们预计公司 2022 年至 2024 年集团 EV 增速为 7.7%、9.0%和 9.0%, 归母营运利润增速为 4.9%、8.6%和 7.6%, NBV 增速分别为-15.1%、7.1%和 11.9%(调整后同口径增速), 营运 ROE 达 18.3%、18.0%和 17.6%。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。因调整新业务增速预期, 影响保单利润释放节奏, 我们小幅微幅下调公司盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润为 1,428、1,571 和 1,713 亿元(原预测为 1,428、1,576 和 1,719 亿元)。

表13: 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     |
|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>集团合并</b>                      |           |           |           |           |           |           |           |
| 内含价值营运回报率                        | 23.6%     | 19.8%     | 9.2%      | 10.8%     | 12.3%     | 12.6%     | 12.9%     |
| 内含价值                             | 1,002,456 | 1,200,533 | 1,328,112 | 1,395,509 | 1,503,622 | 1,639,595 | 1,787,019 |
| 每股内含价值 (元)                       | 54.8      | 65.7      | 72.7      | 76.3      | 82.3      | 89.7      | 97.8      |
| 归属于母公司股东的营运利润                    | 112,573   | 132,955   | 139,470   | 147,961   | 155,146   | 168,435   | 181,156   |
| 基本每股营运收益 (元)                     | 6.3       | 7.48      | 7.89      | 8.40      | 8.81      | 9.57      | 10.29     |
| 营运 ROE                           | 21.9%     | 21.6%     | 19.5%     | 18.9%     | 18.3%     | 18.0%     | 17.6%     |
| 每股股息 (元)                         | 1.7       | 2.1       | 2.2       | 2.4       | 2.5       | 2.7       | 2.9       |
| 归属于母公司股东权益                       | 556,508   | 673,161   | 762,560   | 812,405   | 887,160   | 980,301   | 1,082,163 |
| 归属于母公司股东净利润                      | 107,404   | 149,407   | 143,099   | 101,618   | 142,798   | 157,119   | 171,274   |
| 每股收益 (元)                         | 6.02      | 8.41      | 8.10      | 5.77      | 8.11      | 8.92      | 9.73      |
| ROAE                             | 20.9%     | 24.3%     | 19.9%     | 12.9%     | 16.8%     | 16.8%     | 16.6%     |
| <b>寿险及健康险业务</b>                  |           |           |           |           |           |           |           |
| 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%     | 13.0%     | 13.6%     | 13.7%     |
| 新业务价值                            | 72,294    | 75,945    | 49,575    | 37,898    | 32,168    | 34,450    | 38,563    |
| 内含价值                             | 613,223   | 757,490   | 824,574   | 876,490   | 932,410   | 1,017,467 | 1,113,198 |
| 营运利润                             | 71,345    | 88,950    | 93,666    | 97,075    | 97,435    | 106,114   | 111,684   |
| 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   | 950,977   | 965,690   | 994,826   |
| <b>财产保险业务</b>                    |           |           |           |           |           |           |           |
| 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    | 18,265    | 18,830    | 21,879    |
| 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   | 188,976   | 201,818   | 214,392   |
| 赔付率                              | 54.9%     | -57.3%    | -60.5%    | -67.0%    | -68.3%    | -69.0%    | -69.0%    |
| 综合成本率                            | 96.0%     | 96.4%     | 99.1%     | 98.0%     | 97.8%     | 98.3%     | 97.7%     |
| ROAE                             | 16.6%     | 26.8%     | 16.4%     | 14.8%     | 15.8%     | 15.5%     | 16.5%     |
| <b>估值指标 (对应 2022 年 7 月 18 日)</b> |           |           |           |           |           |           |           |
| PEV (倍数)                         | 0.79      | 0.66      | 0.60      | 0.57      | 0.53      | 0.48      | 0.44      |
| PE (倍数)                          | 7.4       | 5.3       | 5.6       | 7.8       | 5.6       | 5.1       | 4.6       |
| POPAT (倍数)                       | 7.1       | 6.0       | 5.7       | 5.4       | 5.1       | 4.7       | 4.4       |
| 股息率                              | 3.96%     | 4.72%     | 5.06%     | 5.48%     | 5.76%     | 6.26%     | 6.73%     |

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

## 5.2. 投资建议

年年岁岁花相似，岁岁年年人不同：寿险估值触底、资产端 $\beta$ 贡献超额收益、开门红催化负债端 $\alpha$ 。2022年与2020年市场演绎阶段有相似之处，第一阶段同样受疫情爆发的影响市场不断下挫，第二阶段伴随着货币政策的宽松以及疫情缓解后复工复产，市场逐步修复，券商涨停潮带动保险板块 $\beta$ 加速体现，资产端或成为下半年超额收益的重要来源。当前股价已 price in 较为悲观长期利率假设。我们预计下半年十年期国债到期收益率易上难下托底寿险估值。展望 2H22，寿险新单和价值在低基数下增速有望企稳，同时我们预计上市险企大概率提前 2023 年开门红启动时点，这或许也将成为下半年寿险板块估值催化的重要来源。

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 0.84 倍 P/EV（对应 2022 年），财险业务给予 1 倍 PB（对应 2022 年），平安银行根据其市值给予 2022 年参考估值，平安证券参考券商（申万 II）2022 年 7 月 18 日的平均 PB 估值给予 1.29 倍 PB 估值（对应 2022 年），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 7 月 18 日的平均 PE 估值给予 11.71 倍 PE（对应 2022 年），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 2022 年参考估值。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 64.7 元/股，对应 2022 年 P/EV 为 0.79X，截至 2022 年 7 月 18 日，股价对应 2022 年至 2024 年 P/EV 分别为 0.53、0.48 和 0.44 倍，维持“买入”评级。

表14：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%  | 0.84  | 932,410       | 778,925       |
| 平安财险      | PB    | 99.51%  | 1.00  | 116,730       | 116,158       |
| 平安银行      | 市值法   | 58.00%  | 1.00  | 259,845       | 150,710       |
| 平安证券      | PB    | 96.62%  | 1.29  | 45,200        | 56,337        |
| 平安信托      | PE    | 99.88%  | 11.71 | 1,924         | 22,504        |
| 金融科技      | 市场估值法 | 100.00% | 1.00  | 58,504        | 58,504        |
| 其他业务及合并抵销 | -     | -       | -     | -378          | -378          |
| 合计值       |       |         |       |               | 1,182,760.3   |
| 目标价（元/股）  |       |         |       |               | 64.7          |

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 7 月 18 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

## 6. 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。

**新冠肺炎疫情变异毒株反复。**新冠肺炎疫情对寿险业的供给和需求两侧带来较为复杂的影响，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。

表15: 中国平安盈利预测表

| 人民币: 百万元         | 2019A            | 2020A             | 2021A             | 2022E            | 2023E            | 2024E            |
|------------------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>一、营业收入</b>    | <b>1,168,867</b> | <b>1,218,315</b>  | <b>1,180,444</b>  | <b>1,148,044</b> | <b>1,200,941</b> | <b>1,261,237</b> |
| 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            | 47,415           | 52,634           | 58,532           |
| 投资收益             | 177,488          | 243,515           | 231,850           | 191,316          | 201,258          | 215,577          |
| 公允价值变动收益         | 44,091           | -4,770            | -22,613           | -1,646           | 7,215            | 7,551            |
| 汇兑损失             | 779              | 2,219             | 1,267             | 7,800            | 8,001            | 8,456            |
| 其他业务收入           | 63,313           | 64,181            | 67,055            | 32,425           | 32,870           | 33,333           |
| <b>二、营业支出合计</b>  | <b>-983,839</b>  | <b>-1,030,011</b> | <b>-1,040,759</b> | <b>-922,676</b>  | <b>-952,489</b>  | <b>-989,948</b>  |
| 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          | -302,031         | -319,097         | -336,103         |
| 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           | -16,067          | -17,593          | -18,692          |
| 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            | -4,112           | -4,360           | -4,636           |
| 业务及管理费           | -172,892         | -176,551          | -172,597          | -184,467         | -192,992         | -201,608         |
| 减: 摊回分保费用        | 7,572            | 6,356             | 5,908             | 10,425           | 9,988            | 9,526            |
| 财务费用             | -20,098          | -26,436           | -28,082           | -17,005          | -18,093          | -19,324          |
| 其他业务成本           | -65,439          | -63,185           | -67,970           | -68,986          | -70,410          | -71,907          |
| 资产减值损失           | -67,266          | -79,458           | -14,548           | -97,440          | -107,251         | -116,295         |
| <b>三、营业利润</b>    | <b>185,028</b>   | <b>188,304</b>    | <b>139,685</b>    | <b>225,367</b>   | <b>248,453</b>   | <b>271,289</b>   |
| <b>四、利润总额</b>    | <b>184,739</b>   | <b>187,764</b>    | <b>139,580</b>    | <b>225,367</b>   | <b>248,453</b>   | <b>271,289</b>   |
| 减: 所得税费用         | -20,374          | -28,405           | 69                | -42,711          | -47,868          | -52,926          |
| <b>五、净利润</b>     | <b>164,365</b>   | <b>159,359</b>    | <b>121,802</b>    | <b>182,656</b>   | <b>200,585</b>   | <b>218,363</b>   |
| 归属于母公司股东的净利润     | 149,407          | 143,099           | 101,618           | 142,798          | 157,119          | 171,274          |
| 少数股东损益           | 14,958           | 16,260            | 20,184            | 39,858           | 43,465           | 47,089           |
| <b>六、每股收益(元)</b> | <b>8.41</b>      | <b>8.10</b>       | <b>5.77</b>       | <b>8.11</b>      | <b>8.92</b>      | <b>9.73</b>      |
| 每股股息(元)          | 2.05             | 2.20              | 2.38              | 2.50             | 2.72             | 2.92             |

数据来源: 公司财报, 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>

