

向内挖掘、向外求索，负债、资产共谱估值修复协奏曲

证券研究报告

2023年05月28日

中国平安 (601318.SH) 首次覆盖报告

核心结论

复盘中国平安的发展历程,我们认为其核心竞争优势在于前瞻性的战略布局及聚焦长期的发展理念: 1) 公司战略布局前瞻性强, 市场化经营为长期稳健发展奠定坚实基础; 2) 核心管理层深耕市场多年, 深度融入公司发展理念及价值观, 有助于经营自上而下地坚持长期主义; 3) 持续向内挖掘、向外求索, 站在“巨人”肩膀上实现快速发展, 结合市场变化灵活调整航向。

短、中、长期均有催化, 影响估值表现的核心因素为**人身险业务的修复进程**:

短期来看, 公司 23Q1 核心结果指标表现略超预期, 过程指标持续优化有望助力业务平台趋稳, 预定利率、存款利率下调影响下, Q2 储蓄类产品需求有望迎来前置释放, 预计 23H1 公司业绩表现亮眼 (预计 NBV 同比增速在 10%-15% 区间内), 对估值形成强力支撑。

中期来看, 1) **需求**: 经济复苏态势下, 保险需求有望逐步恢复, 公司聚焦收入受疫情影响较大的中产客群, 预计需求修复弹性更大; 2) **供给**: 经济复苏影响下择业风险偏好有望提升, 叠加需求复苏下收入提振, 助力形成“增员恢复-获客改善-保障类产品销售提振-NBVM 提升-NBV 增长”正反馈循环。

长期来看, 前瞻性的布局有望持续带来业务及估值增量: 1) “产品+服务”模式下, 医疗+养老生态圈建设持续完善; 2) 前瞻性的综合金融布局助力大财富管理业务扬帆远航; 3) 科技基因有望赋能金融、促进发展。

公司仍处于显著低估区间, 压制估值的 3 大因素有望持续改善。1) 最差情景假设下公司 PEV 仅为 0.90x (仍低于 1); 2) 影响估值的因素有望持续改善: i) NBV 有望保持增长; ii) EV 折价有望降低; 3) 资产端风险有望缓释。

我们使用分部估值法评估公司价值, 其中: 1) **寿险**: 对标中国人寿, 给予 0.9xPEV 的估值; 2) **财险**: 对标中国财险, 给予 0.9xPB 的估值; 3) **上市子公司**: 使用市值评估; 4) **其他**: 给予 1xPB 的估值, 对应目标价为 68.0 元/股, 公司股价对应 PEV (23E) 为 0.58x, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 政策风险、利率风险、市场波动风险、经济恢复不及预期。

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1180444	1110568	1206985	1301524	1415508
增长率 (%)	-3.11	-5.92	8.68	7.83	8.76
归母净利润 (百万元)	101618	83774	145882	166835	188422
增长率 (%)	-28.99	-17.56	74.14	14.36	12.94
每股收益 (EPS)	5.56	4.58	7.98	9.13	10.31
市盈率 (P/E)	8.71	10.57	6.07	5.31	4.70
市净率 (P/EV)	0.63	0.62	0.58	0.54	0.49

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

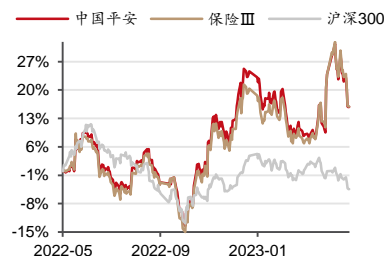
股票代码 601318.SH

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 48.44

近一年股价走势



分析师

孙冀齐 S0800523050003

13162770049

sunjiqi@research.xbmail.com.cn

罗钻辉 S0800521080005

15017940801

luozuanhui@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	6
关键假设	6
区别于市场的观点	6
股价上涨催化剂	6
估值与目标价	6
中国平安核心指标概览	7
一、中国平安：企业家精神引领下的全牌照综合金融龙头	8
1.1 生而逢时：改革开放大潮下的保险弄潮儿	8
1.2 核心优势：股权结构分散，战略规划前瞻性强，助力经营自始至终地坚持长期主义 ..8	
1.2.1 股权结构分散，为市场化经营创造良好条件	8
1.2.2 核心管理层深耕市场多年，深度融入公司发展理念及价值观	9
1.3 向内挖掘、向外求索：前瞻性的战略布局推动公司聚焦长期发展、见贤思齐	9
1.3.1 向内挖掘：聚焦长期发展，持续求新求变	10
1.3.2 向外求索：站在巨人的肩膀上，实现快速发展	11
二、业务全景图：人身险业务为公司业绩的核心支柱	12
2.1 人身险主业转型态势下，公司近年来历经“起-承-转”三个发展阶段	13
2.2 财险业务：长期成本管控优势显著，强者恒强态势有望延续	15
2.2.1 车险业务：量价齐升，2022年承保利润同比高增	17
2.2.2 非车险业务：保费增速稳健，长期承保盈利能力优于同业	18
2.3 银行业务：业绩贡献占比稳步提升	19
2.4 资管业务：受外部因素影响，近年来出现一定波动	20
2.5 科技业务：波动性较强，业绩贡献占比处于相对较低水平	21
三、短、中、长期催化剂兼具，综合金融模式+医药康养生态圈贯穿始终	21
3.1 短期催化：负债、资产双向改善，共谱估值修复协奏曲	22
3.1.1 负债端：率先布局+坚定推进寿险转型，改革成效见真章	23
3.1.2 资产端：外部环境同比改善，投资端或将贡献业绩弹性	32
3.2 中期展望：影响公司估值的三大因素有望持续改善	33
3.2.1 NBV表现：负债端复苏节奏为影响估值的核心因素，NBV的成长性有望逐步在估 值中显现	33
3.2.2 EV折价表现：营运经验偏差、投资经验偏差有望持续改善	35
3.2.3 资产端风险：地产行业边际改善态势下持续受益的核心标的	38
3.3 长期空间：关注前瞻性业务布局步入收获期带来的业绩及估值提升空间	39
3.3.1 “保险+服务”模式：有望为业绩及估值带来新的增长引擎	40

3.3.2 综合金融模式：前瞻性的综合金融布局助力大财富管理业务扬帆远航	46
3.3.3 金融+科技模式：科技基因有望赋能金融、促进发展	49
四、盈利预测与估值	51
4.1 盈利预测：预计公司 23-25 年归母净利润同比增速为 74.1%/14.4%/12.9%	51
4.2 估值分析：公司仍处于显著低估区间，测算目标价为 68.0 元/股	51
4.2.1 最差情景假设：最差情景假设下公司 PEV 仅为 0.9x，或仍处于显著低估区间	52
4.2.2 公司估值：分部估值法测算公司目标价为 68.0 元/股	53
五、投资建议：短、中、长期均有催化，预计全年股价表现有望跑赢同业	55
六、风险提示	55

图表目录

图 1：中国平安核心指标概览图	7
图 2：上市险企股权结构	8
图 3：中国平安股东持股情况（截至 2023 年 3 月末）	8
图 4：中国平安核心管理层经验丰富	9
图 5：中国平安主营业务扩张历程	10
图 6：中国平安人身险保费市占率稳居上市险企第二把交椅	11
图 7：步入转型期后，中国平安非保险业务归母净利润贡献提升	11
图 8：中国平安归母净利润结构	13
图 9：中国平安归母营运利润结构	13
图 10：中国平安营业收入（亿元）及同比	14
图 11：中国平安归母净利润（亿元）及同比	14
图 12：中国平安、平安寿险归母营运利润及同比	14
图 13：中国平安内含价值及同比	14
图 14：中国平安 ROEV 表现	14
图 15：中国平安人身险 NBV 及同比	14
图 16：平安财险净利润及同比	15
图 17：平安财险保费收入及同比	15
图 18：财险公司 Top3 保费市占率表现	15
图 19：Top3 财险公司综合成本率表现	15
图 20：Top3 财险公司综合赔付率表现	16
图 21：Top3 财险公司综合费用率表现	16
图 22：三大头部财险公司承保利润	16
图 23：平安财险税前承保利润结构	16
图 24：人保财险税前承保利润结构	17
图 25：太保财险税前承保利润结构	17
图 26：平安财险车险保费及同比	17
图 27：Top3 财险公司车险市占率	17

图 28: 平安财险车险综合成本率.....	18
图 29: 平安财险车险承保利润及贡献占比	18
图 30: 中国平安非车险保费收入 (亿元)	18
图 31: 中国平安非车险细分业务综合成本率.....	18
图 32: 中国平安非车险各险种承保利润 (亿元)	19
图 33: 拉长期限来看, 平安非车险承保盈利 (百万元) 占优	19
图 34: 银行业务营业收入 (亿元) 及同比	19
图 35: 银行业务归母净利润 (亿元) 及同比	19
图 36: 银行业务历年存款余额、贷款余额 (亿元)	20
图 37: 银行业务不良贷款余额 (亿元) 及不良率.....	20
图 38: 中国平安资产管理业务归母净利润贡献及同比	20
图 39: 中国平安资产管理业务归母净利润结构	20
图 40: 中国平安科技业务归母净利润 (亿元) 及同比	21
图 41: 中国平安科技业务归母净利润贡献占比	21
图 42: 上市险企 23Q1 新单保费 (亿元) 及同比表现	22
图 43: 上市险企 23Q1 NBV (亿元) 及同比表现	22
图 44: 中国平安寿险改革战略	24
图 45: 中国平安寿险改革历程	24
图 46: 中国平安人身险业务各渠道 NBV 贡献占比.....	25
图 47: 中国平安人身险个险渠道新单保费及同比	26
图 48: 中国平安人身险个险渠道 NBV 及同比.....	26
图 49: 上市险企代理人队伍规模持续缩减 (万人)	26
图 50: 上市险企代理人队伍规模同比表现.....	26
图 51: 中国平安代理人结构优化.....	27
图 52: 中国平安代理人活动率 (%) 回升	27
图 53: 上市险企代理人人均新单表现 (元/月)	27
图 54: 上市险企代理人人均 NBV 表现 (元/月)	27
图 55: 银保渠道合作中银行掌握核心资源, 占据主导地位	29
图 56: 友邦中国 (现友邦人寿) 代理人数目及本科以上学历占比	30
图 57: 友邦中国 (现友邦人寿) 人均佣金及保费收入情况	30
图 58: 银保渠道“新银保队伍”规模 (人) 及环比增速	30
图 59: 平安人寿银保渠道新单保费及同比	31
图 60: 平安人寿银保渠道 NBV 及同比	31
图 61: 银保渠道新单及 NBV 贡献占比稳步提升	31
图 62: 银保渠道 NBVM 表现稳健	31
图 63: 十年期国债到期收益率 (%)	33
图 64: 沪深 300 指数累计收益率表现.....	33
图 65: 上市险企佣金及手续费 (亿元) 同比下降.....	35

图 66: 上市险企业务及管理费支出(亿元)	35
图 67: 上市险企新单口径下运营效率指标同比提升	36
图 68: 多数险企 NBV 口径下运营效率指标同比下降	36
图 69: 险企 13 个月保单继续率	36
图 70: 多数上市险企寿险退保率同比下降	36
图 71: 中国平安 EV 中营运经验贡献明显改善 (百万元)	37
图 72: 上市险企净投资收益率	37
图 73: 上市险企总投资收益率	37
图 74: 固收类资产久期、资产与负债久期差	38
图 75: 中国平安内含价值变动中的投资经验差异 (百万元)	38
图 76: 中国平安投资端地产敞口及占比	39
图 77: 中国平安地产敞口资产结构	39
图 78: 致力于打造中国版“管理式医疗”——为客户提供差异化、一站式医疗健康服务	40
图 79: 平安健康“3+1+3”模式	42
图 80: 平安健康生态旗舰定位	42
图 81: 平安健康管理式医疗模式	42
图 82: 受益于人口结构变化, 养老产业有望迎来长线发展	43
图 83: 产品销售+养老社区/居家养老服务模式	43
图 84: 中国平安的养老布局始于 2012 年	44
图 85: 中国平安“臻颐年”服务模式	45
图 86: 平安居家养老十维风险管理平台	46
图 87: 中国平安金融牌照优势显著, 子公司有效覆盖各个细分领域, 为业务协同奠定基础	47
图 88: 中国平安布局综合金融模式具有四大优势	48
图 89: 平安集团客户规模及同比增速	49
图 90: 持有多家公司合同的个人客户占比及客均合同数	49
图 91: 中国平安盈利预测 (百万元)	51
图 92: 最差情景下公司 PEV 仅为 0.9x	53
图 93: 中国平安可比公司	54
图 94: 中国平安分部估值表现	54

投资要点

关键假设

人身险方面，我们预计 2023-2025 年保费收入分别为 5523.39 / 5778.43 / 6162.22 亿元，yoy+1.7% / +4.6% / +6.6%。财险方面，我们预计 2023-2025 年保费收入 3242.07 / 3595.20 / 3989.33 亿元，yoy+8.8% / +10.9% / +11.0%：

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别达 12069.85 / 13015.24 / 14155.08 亿元，同比分别+8.7% / +7.8% / +8.8%；公司 2023-2025 年归母净利润分别达 1458.82 / 1668.35 / 1884.22 亿元，同比+74.1% / +14.4% / +12.9%；测算集团内含价值为 15291.73 / 16529.41 / 18004.82 亿元，同比+7.4% / +8.1% / +8.9%。

区别于市场的观点

- 1) 市场认为 23Q1 公司及人身险行业整体 NBV 增速转正主要受益于基数优势；我们认为，历经三年寿险改革后，代理人队伍逐步压实，叠加线下展业渠道打通，疫后复苏态势下保险需求逐步恢复、增员逐步提振有望加速公司改革成效显现，业务成长性有望持续兑现。
- 2) 市场认为公司当前估值水平较 22Q4 低点已经实现了较为强劲的修复，下阶段估值提升空间相对有限。我们认为，公司目前仍处于显著低估区间，且短、中、长期均有催化，估值提升的确定性及空间较大，业务成长性有望逐步在估值中得以重新显现。

股价上涨催化剂

- 1) 人身险负债端边际改善态势持续。如下阶段寿险改革成效持续显现，核心结果指标(NBV)及过程指标（人均产能、人均收入等）持续改善，有望支撑估值持续修复。
- 2) 资产端边际改善态势持续。对于资产端风险的担忧是压制公司估值的另一核心因素，如下阶段地产行业持续改善，则仍有望推动公司估值提振。

估值与目标价

我们使用分部估值法进行估值，人身险业务使用 PEV 估值法，上市业务使用公司市值*持股比例作为其公允价值的度量，财险及其他业务使用 PB 估值法：

- 1) 人身险：预计 23-25 年寿险期末 EV 同比+6.3% / +7.3% / +8.3%。参考中国人寿估值水平，考虑到公司寿险改革力度及决心较强，且基数优势显著，我们给予人身险业务 23 年 0.9 倍 P/EV 的估值，根据公司持股比例，人身险业务估值为 8328.54 亿元。
- 2) 财险：我们选取中国财险作为对标公司，虽然中国财险市占率较平安财险更高，但平安财险的承保盈利能力更为稳定，长期税前利润结构占优，给予财险业务 2023 年 0.9 倍 P/B 的估值，参考公司持股比例，财险业务估值为 1158.47 亿元。
- 3) 独立上市公司：针对旗下独立上市的公司，我们使用市值*持股比例作为其价值的公允度量，考虑公司持股比例后，上市业务合计估值为 1834.07 亿元。
- 4) 其他业务：主要包括平安证券、平安信托、其他资管业务、平安医保科技、新方正集团（除方正证券外其他业务），我们给予相应业务 1xPB 的估值，考虑集团持股比例后，对应估值为 1761.31 亿元。

考虑到集团聚焦保险主业，深化协同经营，我们给予集团 5% 的折价，测算中国平安价值为 12428.26 亿元，对应目标价为 68.0 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

中国平安核心指标概览

图 1：中国平安核心指标概览图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、中国平安：企业家精神引领下的全牌照综合金融龙头

1.1 生而逢时：改革开放大潮下的保险弄潮儿

诞生于改革开放、发迹于深圳蛇口的全牌照金融巨擘。1988年，中国平安保险集团有限公司（简称“中国平安”、“集团”或“公司”）诞生于深圳蛇口，是中国第一家股份制保险公司。公司的主营业务起源于深圳市内的财产保险业务，随后逐步通过业务扩张及并购发展成为以保险、银行、投资三大业务为一体，经营范围覆盖全国的全牌照综合金融集团。集团下设多个子公司负责不同业务的开展，主要包括平安寿险、平安财险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安信托、平安证券、平安基金等，已发展成为少数能同时提供全方位金融产品和服务的金融企业之一。

1.2 核心优势：股权结构分散，战略规划前瞻性强，助力经营自始至终地坚持长期主义

1.2.1 股权结构分散，为市场化经营创造良好条件

公司股权结构分散，无控股股东及实控人。中国平安的股权集中度低于可比同业，截至2023年3月末，公司第一大股东卜蜂集团通过商发控股有限公司、Plenty Ace Investments (SPV) Limited 及其他下属子公司合计间接持有公司 6.52% 的股份，深圳市投资控股有限公司、中国证券金融股份有限公司分别持有公司 5.27%、2.99% 的股份，持股比例分别位居第二、三位；公司前 7 大股东（间接持股合并统计）合计持股比例为 21.78%，显著低于可比同业，多元化、分散化的股权结构为公司市场化经营奠定坚实基础。

图 2：上市险企股权结构

上市险企	前 3 大股东持股 比例合计 (%)	前 5 大股东持股 比例合计 (%)	实控人
中国人保	73.62	73.75	实际控制人为财政部
中国人寿	71.29	71.41	实际控制人为财政部
中国太平	>61.25	>61.25	隶属于国务院
新华保险	46.42	49.27	控股股东为汇金公司
中国太保	33.74	41.43	无控股股东及实控人
中国平安	14.78	19.27	无控股股东及实控人

资料来源：wind，西部证券研发中心；数据截至 2023 年 3 月末，中国太平截至 2022 年末；直接、间接持股合并统计。

图 3：中国平安股东持股情况（截至 2023 年 3 月末）

序号	股东名称	股份性质	占已发行普通股比例 (%)
1	深圳市投资控股有限公司	A 股	5.27
2	中国证券金融股份有限公司	A 股	2.99
3	商发控股有限公司	H 股	2.58
4	中央汇金资产管理有限责任公司	A 股	2.57
5	中国平安保险(集团)股份有限公司长期服务计划	A 股	1.92
6	深业集团有限公司	A 股	1.41
7	Plenty Ace Investments (SPV) Limited	H 股	1.20
8	大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计划	A 股	1.10
合计			19.04

资料来源：wind，西部证券研发中心

1.2.2 核心管理层深耕市场多年，深度融入公司发展理念及价值观

内部培养与引入外脑相结合，助力公司长线发展。自公司创立以来，创始人马明哲先生在发展过程中持续扮演中坚力量；核心管理层经验丰富，对公司的业务布局、经营理念、价值导向、文化建设及不同业务条线间的工作协同、利益划分具有深入理解，推动经营自上而下、自始至终地坚持长期主义，助力公司在战略布局、机制建设、运营优化、人才管理、业务协同等方面铸造多元优势。

图 4：中国平安核心管理层经验丰富

姓名	职务	入司时间	司龄	职责
马明哲	董事长	1988	35	主要负责公司的战略、人才、文化及重大事项决策，发挥核心领导作用；曾任招商局蛇口工业区社会保险公司副经理。
孙建一	监事会主席	1990	33	曾任公司管理本部总经理、副总经理、常务副总经理、副首席执行官、副董事长及平安银行董事长等；加入公司前，曾任人民银行武汉分行办事处主任、中国人民保险公司武汉分公司副总经理、武汉证券公司总经理；为中国保险保障基金有限责任公司非执行董事。
谢永林	集团总经理、联席CEO、平安银行董事长	1994	29	曾任公司发展改革中心副主任、平安银行副行长、平安证券总经理兼首席执行官、董事长、公司副总经理；此前，曾先后出任平安产险支公司副总经理，平安寿险分公司总经理，平安寿险市场营销部总经理等。
陈心颖	执行董事、联席首席执行官、常务副总经理	2013	10	曾任公司首席信息执行官、首席运营官、公司副总经理、副首席执行官，在加入公司前，曾任麦肯锡全球董事（合伙人）；为平安寿险、平安产险、平安银行、平安科技等本公司多家控股子公司的董事。
蔡芳芳	执行董事、副总经理、首席人力资源执行官	2007	16	曾任公司人力资源中心薪酬规划管理部副总经理、总经理，副首席财务官兼企划部总经理、副首席人力资源执行官。加入公司前，曾任华信惠悦咨询（上海）有限公司咨询总监和英国标准管理认证体系公司金融业审核总监；为平安寿险、平安产险、平安银行等本公司多家控股子公司的董事。
黄宝新	副总经理	2015	8	加入公司前，曾任中国财政部工交司副处长、中国国务院办公厅秘书二局副局长、中国国务院办公厅监察局副局长、局长和中纪委驻中宣部纪检组副组长等职务；为集团北京管理总部总经理。
冀光恒	副总经理	2020	3	在加入公司前，曾任宝能集团副董事长、联席总裁，上海农商银行党委书记、董事长，上海浦东发展银行党委委员、副行长，北京分行党委书记、行长，中国工商银行北京市分行党委委员、副行长，北京市分行办公室主任兼党办主任，长安支行党委书记、行长，总行副行长专职秘书，总行住房信贷部市场开发处副处长，上海银工房地产开发公司董事、副总经理。
付欣	首席运营官	2017	6	曾任集团企划部总经理、集团副首席财务执行官。加入公司前，曾任罗兰贝格管理咨询金融行业合伙人、普华永道执行总监；为集团战略发展中心主任。
张小璐	合规负责人、首席风险官	2019	4	曾任公司首席运营官、平安银行行长特别助理；加入公司前，曾任安永大中华区咨询服务主管合伙人（咨询CEO），IBM保险行业咨询服务总经理；为平安寿险董事。
邓斌	总经理助理、首席投资官	2021	2	曾任中国太平洋保险（集团）股份有限公司首席投资官暨中国太平洋保险（香港）有限公司首席投资官，友邦保险集团投资方案暨衍生品总监，美国国际集团(AIG)亚太区（除日韩）市场风险管理主管等职
盛瑞生	董事会秘书、公司秘书	1997	26	曾任公司品牌宣传部总经理助理、副总经理、总经理；为集团品牌总监，本公司新闻发言人。
张智淳	首席财务官（财务负责人）	1998	25	曾任平安产险总经理助理、首席投资官、财务负责人、董事会秘书、企划部副总经理、中国平安公司企划部副总经理、总经理；为平安信托、平安海外控股、平安融资租赁等本公司多家控股子公司的董事。
胡建锋	审计责任人	2000	23	曾任本公司稽核监察部上海分部总经理助理，平安数据科技（深圳）有限公司稽核监察项目部上海分部副总经理、总经理，本公司稽核监察部副总经理；为集团稽核监察部总经理。

资料来源：公司财报，西部证券研发中心

1.3 向内挖掘、向外求索:前瞻性的战略布局推动公司聚焦长期发展、见贤思齐

向内挖掘、向外求索，求新求变的内核持续引领公司成长。回顾中国平安的发展之路，可以以十年为单位划分为四个阶段，其中，求新求变的内核始终扮演重要角色。1) 第一个十年：搭建体制机制平台，探索现代保险之路；2) 第二个十年：专注保险业务发展，探索综合金融模式；3) 第三个十年：强化综合金融实践，探索“金融+科技”之路；4) 2018年-今：开启“金融+生态”新格局。中国平安仅用时 30 多年完成从“0”到“1”再到“N”的蜕变，我们认为，持续向内挖掘、向外求索是其快速成长为我国三大综合金融集团之一的核心原因之一。

1.3.1 向内挖掘：聚焦长期发展，持续求新求变

1) 业务版图：战略规划聚焦长期，成立初期即明确建设金融集团的构想

管理层在公司成立初期即明确建立金融集团的长期构想，在业务布局、经营理念、资源配置等方面坚持聚焦长期发展。1992年9月（成立第4年），公司第二届董事会提出打造以保险为主的综合金融集团的构想；随后，公司在深度聚焦保险主业的基础上持续拓展业务范围，主营业务范围历经“财险——寿险——证券+信托——银行——养老险+健康险+资管——科技——医疗生态”等领域的开疆扩土，从“1”到“N”快速成长为全牌照的综合金融集团。

图 5：中国平安主营业务扩张历程

时间	主营业务范围	事件
1988年	财险	公司成立，主营深圳市范围内的财险业务
1992年	财险	公司经营区域扩展至全国
1994年	财险、寿险	进入人身险市场
1996年	财险、寿险、证券、信托	开始经营证券和信托业务
2002年	财险、寿险、证券、信托	根据保险分业经营要求，发起设立平安寿险和平安产险
2003年	财险、寿险、证券、信托、银行	变更为控股公司；收购福建亚洲银行（后更名平安银行）
2004-2005年	财险、寿险、证券、信托、银行、养老险、健康险、资管	设立平安养老险、平安健康险和平安资管
2006年	财险、寿险、证券、信托、银行、养老险、健康险、资管	收购深圳商业银行
2011年	财险、寿险、证券、信托、银行、养老险、健康险、资管	控股深圳发展银行，建立起全国性银行业务布局
2012年	财险、寿险、证券、信托、银行、养老险、健康险、资管、科技	陆金所成立，开始布局科技业务
2019年	财险、寿险、证券、信托、银行、养老险、健康险、资管、科技	金融壹账通上市
2021年	财险、寿险、证券、信托、银行、养老险、健康险、资管、科技、医疗生态	创新探索中国版“管理式医疗模式”

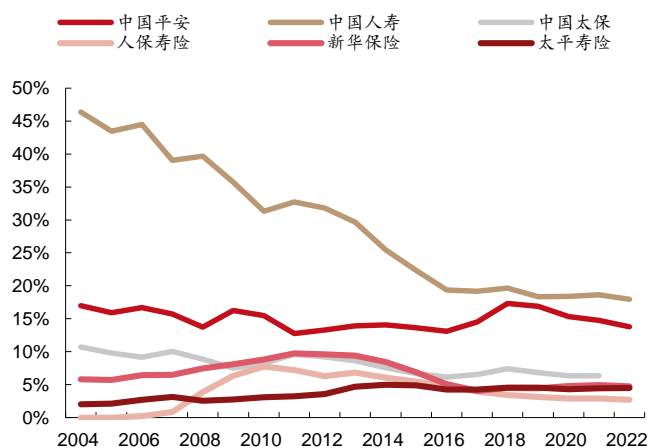
资料来源：公司财报、公司官网，西部证券研发中心

2) 大势研判：把握行业发展机遇，在蓝海市场中快速扩张

把握行业发展趋势，持续求新求变。历经多年发展，公司实现跨行业、跨产业布局，深度把握大金融行业短、中、长期业务增长机会，在吸引新客户的基础上充分盘活存量客户资源，我们可以从人身险业务的产品策略中窥知一二。2013年，原中国保监会启动人身险费率改革，正式开放定价利率；在此背景下，公司推出重疾险明星产品——“平安福 2013”。“平安福 2013”是市场上第一款集寿险、重疾、意外、住院医疗等多种保障于一体的综合保障产品，公司通过广告营销及代理人队伍有效把握蓝海市场契机，产品市场占有率长期稳居头把交椅，助力 NBV 快速成长。“平安福”历经多次升级，自上市至 2019 年 5 月累计销量超过 2000 万件，保费年均复合增速达 55.3%，为业内销量最高的重疾产品。2022 年平安福原保费收入为 127.14 亿元，是公司保费收入第四的人身险产品。

一枝独秀到多点开花，收入来源日益多元，有效分散行业风险。结合行业发展趋势与自身战略发展目标，公司通过收购、兼并、设立子公司等方式持续拓展业务布局，充分发掘业绩增长及业务间协同机会，2022 年中国平安非保险业务归母净利润达 264 亿元，占公司归母净利润比重的 31.6%，较寿险步入转型前 2019 年水平提升 15.5pct。

图6：中国平安人身险保费市占率稳居上市险企第二把交椅



资料来源：各公司财报、银保监会，西部证券研发中心

图7：步入转型期后，中国平安非保险业务归母净利润贡献提升



资料来源：wind，西部证券研发中心

3) 求新求变：结合市场变化，动态调整航向，实现螺旋式上升

自公司成立以来，中国平安的品牌策略历经多次升级，究其原因在于对于行业发展阶段、客户需求变化的持续追踪，对经营策略的持续优化。从“专业·价值”（2002年）到“保险·银行·投资”（2008年）到“金融·科技”再回到“专业·价值”（2022年），并非意味着回到起点，而是一个螺旋式上升的过程；其中，聚焦专业、创造价值的经营理念贯穿始终。

1.3.2 向外求索：站在巨人的肩膀上，实现快速发展

“好风凭借力，送我上青云”，我们认为，在企业成立初期学习行业龙头的成功经验并化为己用是实现快速发展的“绿色通道”。复盘公司35年来的发展历程，除了持续向内挖掘外，向外求索也是快速发展的另一驱动力。

1) 借外资股东之力，在发展初期即奠定市场化、国际化的经营基础

中国平安是中国第一家引进外资战略投资者的保险公司，1994年（成立6年后、布局寿险业务同年，确立建立综合金融集团构想2年后）以来，公司陆续引入高盛、摩根士丹利、汇丰控股等多家外资股东，在发展初期即按照国际标准建立了相对完善的治理结构、风险管理体系和内控体系，为长期稳健发展奠定坚实基础。

2) 借头部公司之力，充分把握保险行业的成长期红利

持续学习、求新求变是驱动中国平安快速发展的内核。站在巨人肩膀上，将海内外头部机构的先进经营经验与市场实际情况相结合并化为己用是公司实现高速发展的核心驱动力之一；同时，多元化的股东结构、持续吸引外部高质量人才为公司高效借“巨人”之力创造良好的外部条件。一方面，外资股东战略入股帮助公司实现有效借力，如汇丰的加入为中国平安发展综合金融的道路贡献多元力量，汇丰2002年注资后与平安签订了战略合作协议及技术支持协议，在个人金融保险领域向其提供技术支持；另一方面，在经营发展过程中（尤其是发展初期阶段），中国平安持续学习海内外头部公司的成功经验，结合本土市场及公司经营情况灵活调整，实现收入规模及市场份额的快速提升。

- i. 参考海外保险市场经营经验，实现业内多个首创，充分把握蓝海市场中的增长契机。中国平安在保险业务经营及销售渠道布局方面身先士卒，公司是：1) 我国

第一家引进精算体系的公司（学习了保诚）；2）我国第一家推出个人寿险业务代理人分销渠道模式的保险公司（学习了友邦）；3）第一家建成综合金融集中后援平台的公司（学习了汇丰）；4）我国第一家开发银行保险渠道的保险公司；5）我国第一家布局投连险产品的保险公司。

- ii. **参考海外金融集团的管理经验，引入联席 CEO 机制。**2018 年 12 月 14 日，中国平安第十一届董事会第四次会议审议并通过了《关于完善执行委员会决策机制和组织体系的预案》，借鉴全球化公司治理实践，提出在公司执行委员会现行“执行官负责制”基础上，增设三个联席首席执行官（即“联席 CEO”）岗位，分管个人、公司、科技业务三大事业群，以实现“集体决策、有效分工、矩阵式管理”的经营决策机制，更高效地整合内部资源、提升协同效率、强化风险管控，健全人才培养及梯队建设体系。

3) 借外脑之力，优化经营体制，通过第三方专业视角客观审视经营痛点

持续引入外部优秀管理人才，求新求变、打造国际化品牌。自 1996 年起，公司开始在全球范围内招聘优质人才，高管团队持续吸纳具备多元国际金融行业经验的从业人员。公司核心管理层背景多元，多位海外背景管理人员为公司战略规划、业务部署献计献策。

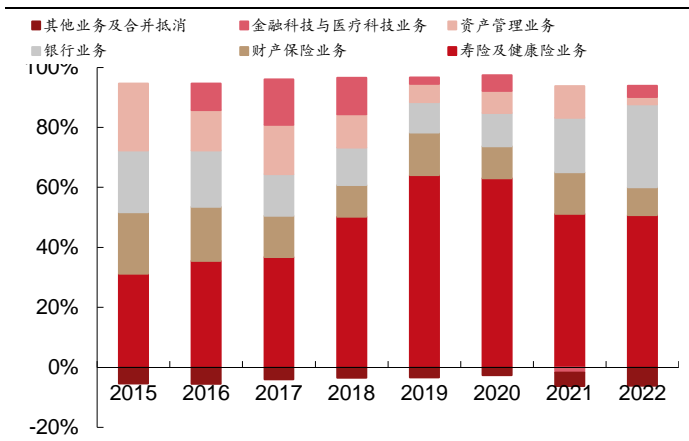
与全球头部咨询机构麦肯锡建立长期深度合作，持续审视、优化经营机制及业务版图。在多元化的股东结构及前瞻性的业务布局影响下，公司在 1996 年即与位于咨询行业第一梯队的麦肯锡咨询公司建立了深度合作关系。公司不仅仅关注经营痛点发掘、战略布局优化建议，同时更关注相应咨询建议的落地情况。20 余年来，麦肯锡站在第三方专业视角对公司组织架构、业务布局、品牌建设、绩效管理等多个细分领域提出改进意见，有效构建第三方专业、客观角度“探路-纠偏-优化”的经营全流程痛点排查闭环。

二、业务全景图：人身险业务为公司业绩的核心支柱

公司业绩中保险业务占据绝对主导。中国平安的主营业务可分为保险业务、银行业务、资产管理业务及科技业务四大板块，2022 年归母营运利润贡献占比分别为 80.9% / 17.8% / 1.5% / 3.7%，归母净利润贡献占比分别为 68.4% / 31.5% / 2.7% / 4.3%。保险业务为中国平安业绩贡献的核心来源，也是公司估值的核心支柱，2022 年集团保险业务收入占总收入的比重为 69.3%，同比+1.2pct；保险业务归母净利润/归母营运利润分别达 573.26 / 1200.73 亿元，2017-2022 年贡献占比均值分别达 70.8% / 76.4%，占据业绩贡献的绝对主导地位。

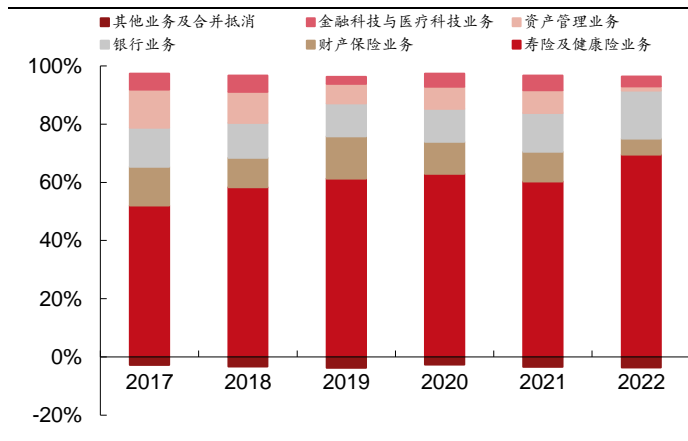
人身险业务为公司利润的主要来源。细分来看，公司保险业务可分为寿险及健康险业务（简称“人身险业务”，主要通过平安人寿、平安健康险及平安养老险开展）、财险业务（主要通过平安财险开展）；其中，寿险及健康险业务为公司利润的主要来源，2022 年分别贡献归母净利润 / 归母营运利润的 57.9% / 75.0%，2017-2022 年业绩贡献占比均值分别为 57.6% / 64.9%。

图 8：中国平安归母净利润结构



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 9：中国平安归母营运利润结构



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

2.1 人身险主业转型态势下，公司近年来历经“起-承-转”三个发展阶段

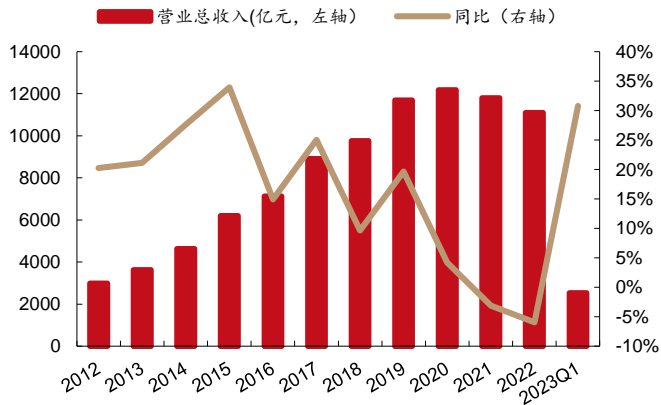
纵观过去十余年，伴随着人身险行业转型，中国平安的发展历经“起-承-转”三个阶段：

1) 起 (2012-2019 年)：乘行业发展东风，业务实现快速增长。公司 2019 年实现营收 / 归母净利润 11688.67 / 1494.07 亿元，2012-2019 年 CAGR 分别达 21.5% / 33.2%；人身险业务归母净利润贡献占比稳步提升，2019 年达 68.7%，较 2015 年水平+33.8pct。2019 年集团/寿险分别实现归母营运利润 1330 / 881 亿元，2016-2019 年 CAGR 分别达 24.9% / 29.9%。期间，人身险新业务保持高增，2019 年实现 NBV 759.45 亿元，2012-2019 年 CAGR 达 25.0%。内生增量（有效业务价值及调整净资产的预期回报）、外生增量（NBV）助力内含价值稳步提升，截至 2019 年末，集团 EV 为 1.20 万亿元，2012-2019 年 CAGR 达 22.8%。

2) 承 (2020-2022 年)：人身险行业步入转型期，公司开启寿险改革，叠加疫情冲击影响下，业绩阶段性承压。受人口红利消减影响，人身险行业步入由人力“大进大出”的粗放式增长向高质量发展的转型期；同时，车险综合改革影响下，财险业务出现阶段性调整，叠加科技及资管业务面临多元挑战，2022 年公司实现营收/归母净利润 11105.68 / 837.74 亿元，2019-2022 年 CAGR 为-1.7% / -17.5%，人身险业务实现 NBV 288.20 亿元，2019-2022 年 CAGR 为-27.6%；内含价值增速放缓，2019-2022 年 CAGR 降至 5.8%。

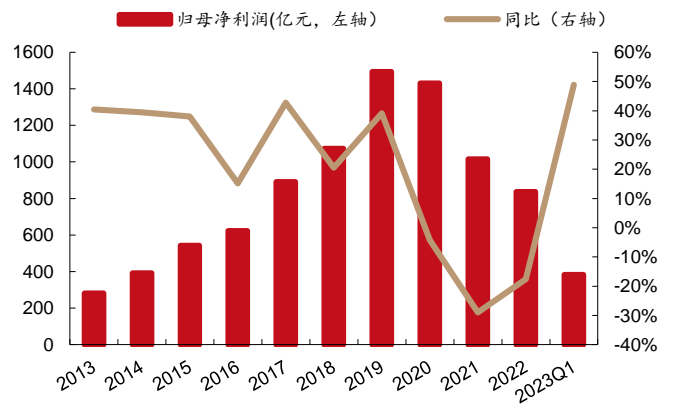
3) 转 (2023 年-)：改革成效见真章，人身险业务迎来发展新阶段。内、外部因素双重优化态势下，23Q1 公司业绩表现亮眼，归母净利润 yoy+48.9%至 383.52 亿元，归母营运利润同比-2.3%至 413.85 亿元，年化营运 ROE 达 18.8%。寿险改革成效显现，结果指标、过程指标大幅改善，23Q1 公司实现 NBV 137.02 亿元，yoy+8.8%（按 2022 年末假设重述后 yoy+21.1%，主要是费用率/继续率假设调整的影响），实现三年负增长后的首次转正；新单 yoy+27.9%至 655.14 亿元；人均 NBV yoy+37%，人均收入（仅寿险，不含综合金融）yoy+10%。预计宏观经济复苏+收入提升态势下增员、留存有望持续改善，助力公司改革成效持续显现。

图 10: 中国平安营业收入 (亿元) 及同比



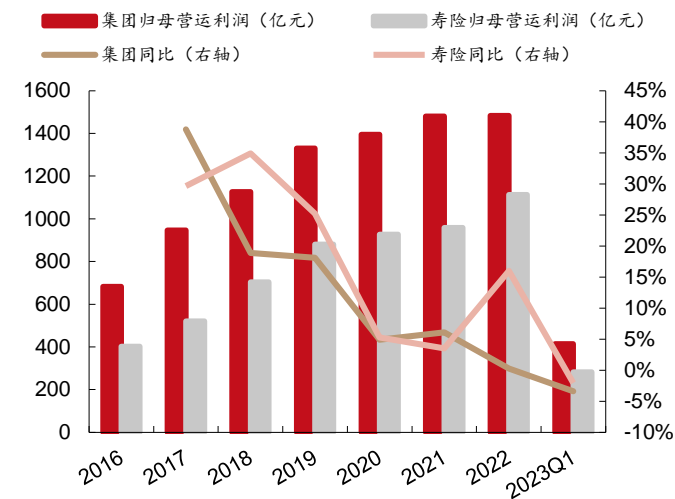
资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 11: 中国平安归母净利润 (亿元) 及同比



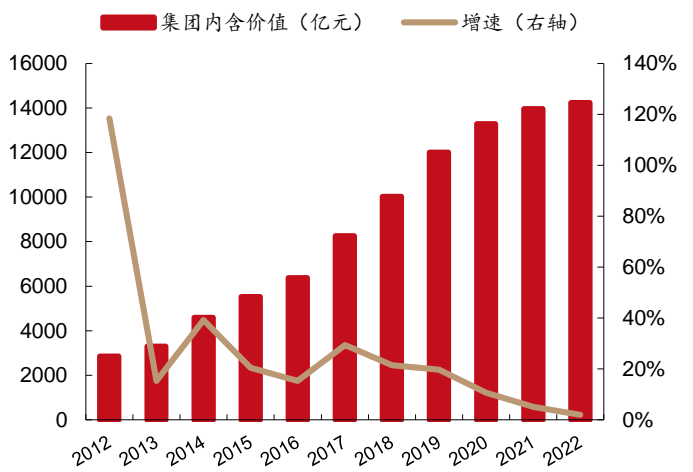
资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 12: 中国平安、平安寿险归母营运利润及同比



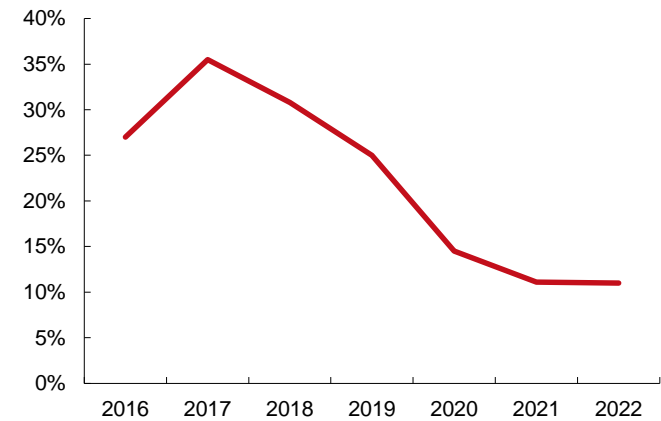
资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 13: 中国平安内含价值及同比



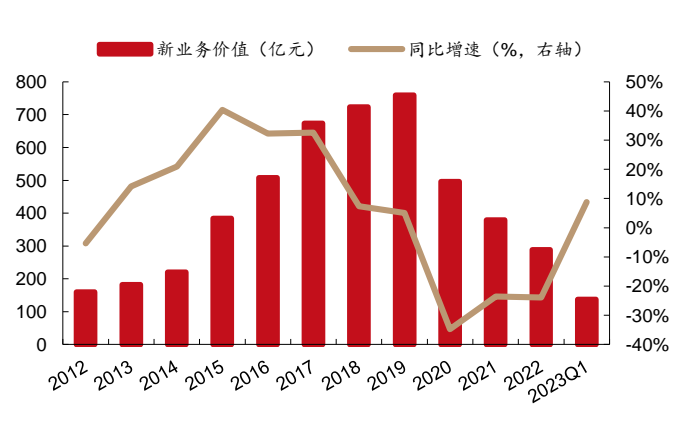
资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 14: 中国平安 ROEV 表现



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 15: 中国平安人身险 NBV 及同比

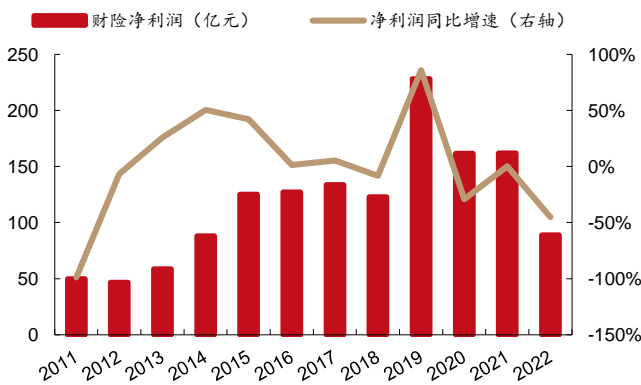


资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

2.2 财险业务：长期成本管控优势显著，强者恒强态势有望延续

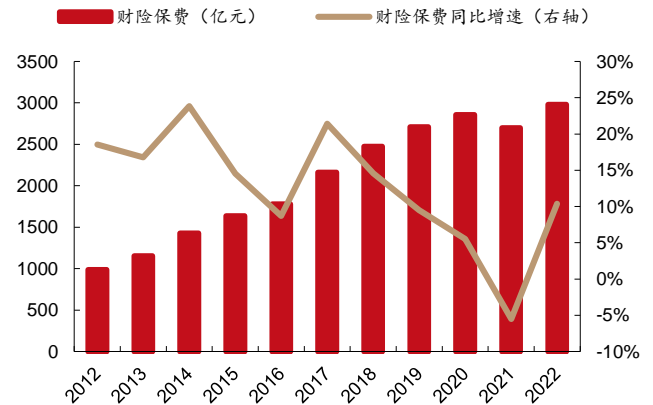
财险业务净利润受外部因素影响出现短期波动。2022年平安财险实现归母净利润88.79亿元，同比-45.2%，受投资波动及保证保险赔付表现超预期等多重因素影响，公司净利润出现短期波动；营运ROE yoy-7.2pct至7.6%。23Q1受益于投资端贡献业绩弹性，平安财险营运利润yoy+45.9%至45.44亿元。

图 16：平安财险净利润及同比



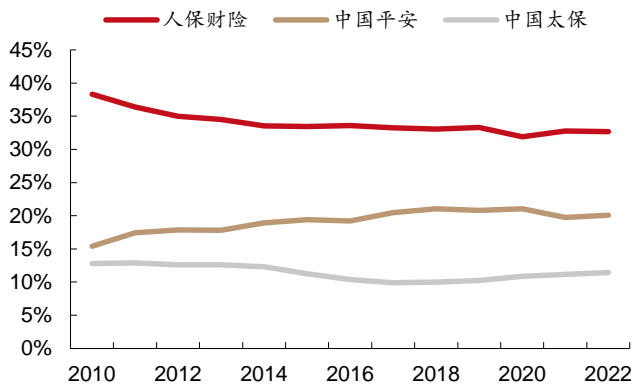
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 17：平安财险保费收入及同比



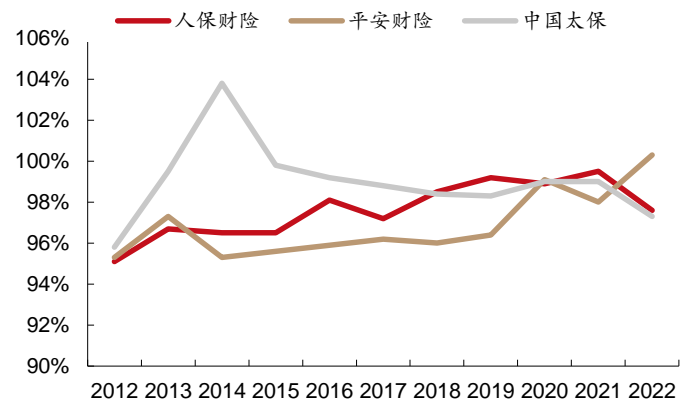
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 18：财险公司 Top3 保费市占率表现



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 19：Top3 财险公司综合成本率表现



资料来源：wind，西部证券研发中心

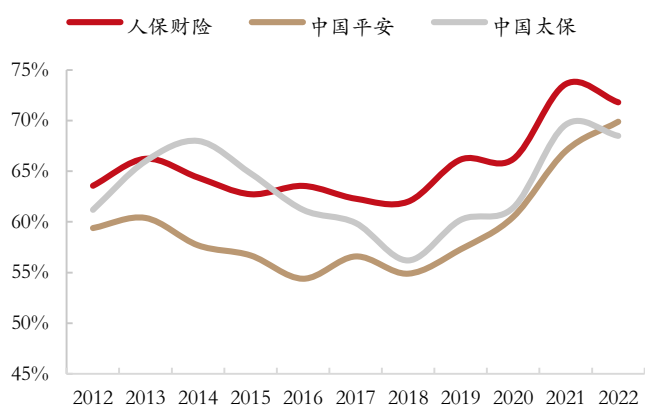
量：保费收入增速优于可比同业，市占率稳中有升。2022年财险业务实现保费收入2985.31亿元，2012-2022年CAGR达11.7%，增速分别高于人保财险、太保财险及行业整体2.1pct、2.3pct、1.3pct；保费收入口径下，2022年平安财险市占率为20.1%，较2012年水平提升2.2pct（人保财、太保财分别-2.3pct、-1.1pct）。

率：拉长时间来看，较低的综合赔付率水平助力公司综合成本率表现优于可比同业。2012-2022年平安财险综合成本率均值为96.9%，承保盈利能力优于同业，分别低于人保财险、太保财险0.8pct、2.1pct。细分结构来看，综合赔付率占优是公司综合成本率表现优于同业的核心理由，2012-2022年公司赔付率均值为59.5%，分别低于人保财、太保财1.8pct、3.8pct；公司综合费用率略高于同业，2012-2022年综合费用率均值为37.3%，

高于人保财、太保财 5.4pct、1.5pct。23Q1 公司综合成本率 yoy+2.0pcts 至 98.7%（原保险合同准则下为 99.8%），主要受保证保险业务赔付率上升拖累，我们认为，相应业务的保障期限较短，其影响有望于 2023 年逐步出清。

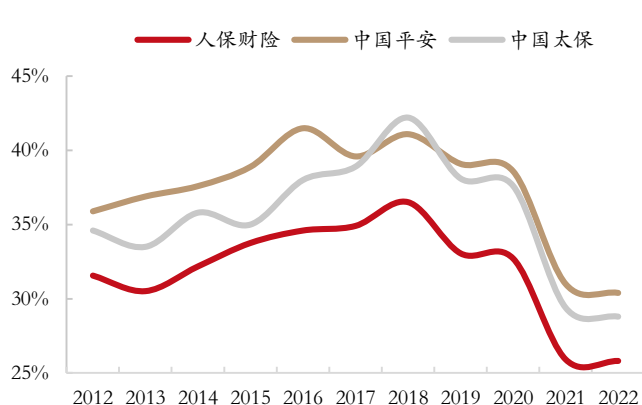
拉长期限来看，优异的综合成本率管控助力公司承保利润水平保持相对稳健。2015-2022 年公司承保利润合计达 425.4 亿元，仅低于人保财 43.22 亿元（期间，人保财险的累计保费收入为平安财险的 1.62 倍），高于太保财 308.94 亿元。2022 年宏观外部环境承压影响下，保证保险综合成本率高增（承保亏损 89.20 亿元）致使公司承保利润转负至-8.88 亿元，预计后续随保证保险业务逐步出清，承保利润有望持续改善。

图 20: Top3 财险公司综合赔付率表现



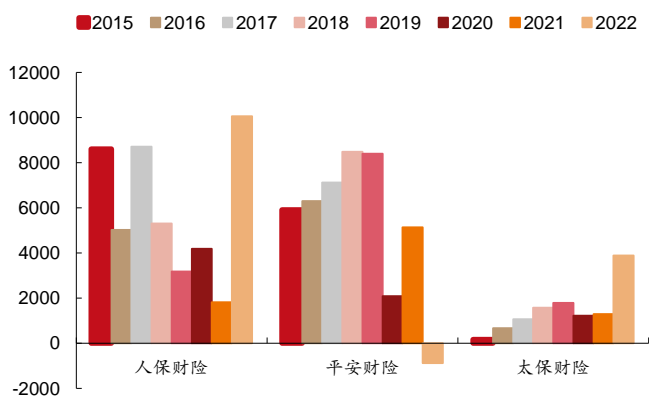
资料来源: 各公司财报, 西部证券研发中心

图 21: Top3 财险公司综合费用率表现



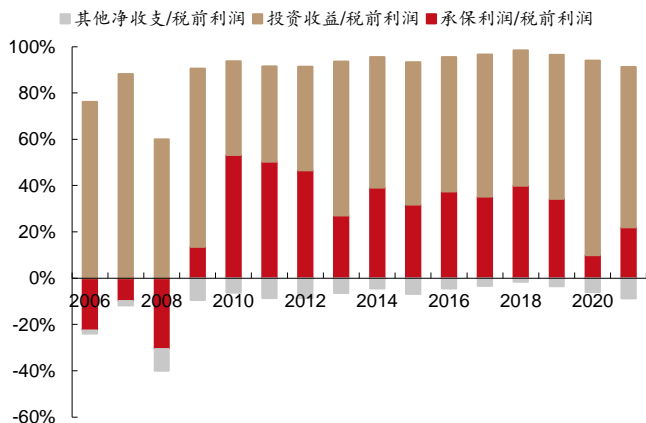
资料来源: 各公司财报, 西部证券研发中心

图 22: 三大头部财险公司承保利润



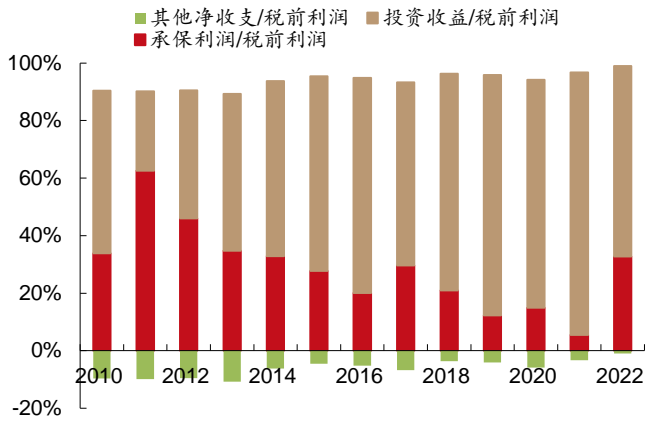
资料来源: 各公司财报, 西部证券研发中心, 使用已赚保费*(1-综合成本率)测算

图 23: 平安财险税前承保利润结构



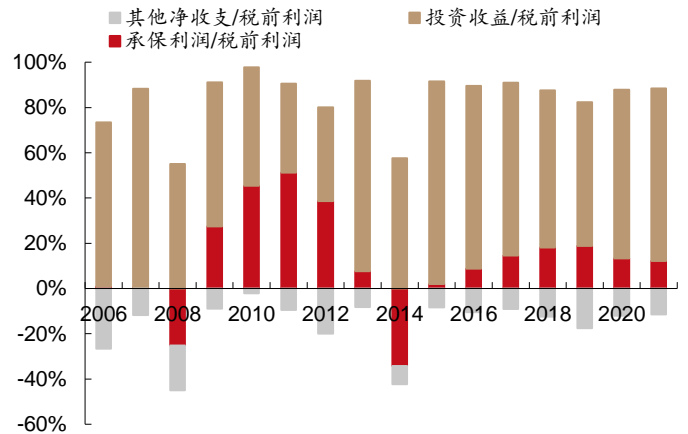
资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 24：人保财险税前承保利润结构



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 25：太保财险税前承保利润结构



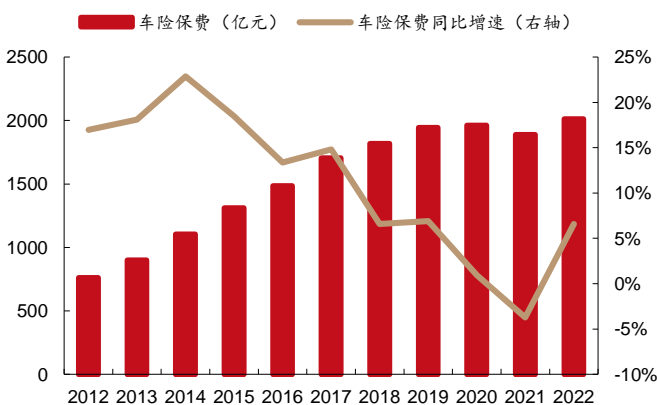
资料来源：wind，西部证券研发中心

2.2.1 车险业务：量价齐升，2022年承保利润同比高增

量：保费收入增速优于可比同业，市占率稳步提升。2022 年平安财险实现车险保费收入 2121.98 亿元，2012-2022 年 CAGR 达 10.2%，增速分别高于人保财险、太保财险及行业整体 3.5pct、4.1pct、2.8pct。保费收入口径下，2022 年平安财险车险业务市占率为 24.5%，较 2012 年水平提升 5.5pct（人保财、太保财分别-2.4pct、-1.6pct）。

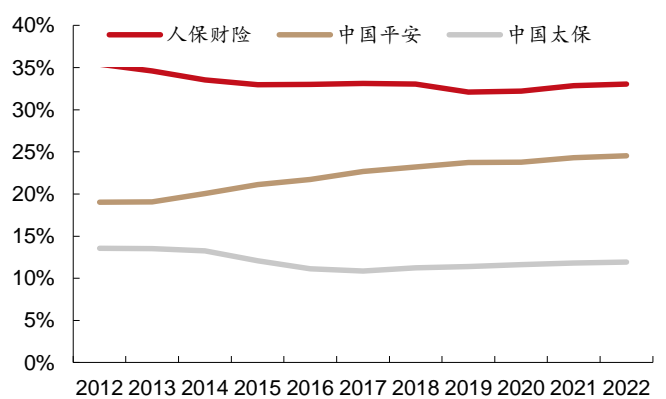
率：综合成本率管控成效显著，助力承保利润表现稳健。2012-2022 年平安财险车险业务综合成本率均值为 97.5%，高于人保财 0.7pct，低于太保财 0.6pct，助力承保盈利表现稳健，2012-2022 年车险业务承保利润合计达 362.51 亿元，低于人保财 367.43 亿元，高于太保财 131.50 亿元。2022 年受益于天时（22 年大灾情况优于 21 年水平）、地利（疫情封控影响下出险率降低）、人和（车险业务逐步步入综改后的新稳态，头部险企综合成本率管控成效显著），平安财险车险综合成本率显著改善（yoy-3.1pct 至 95.8%），助力承保利润同比高增 292.4%至 80.32 亿元。

图 26：平安财险车险保费及同比



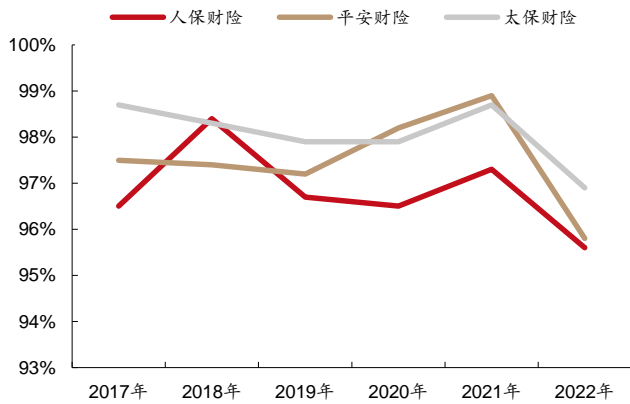
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 27：Top3 财险公司车险市占率



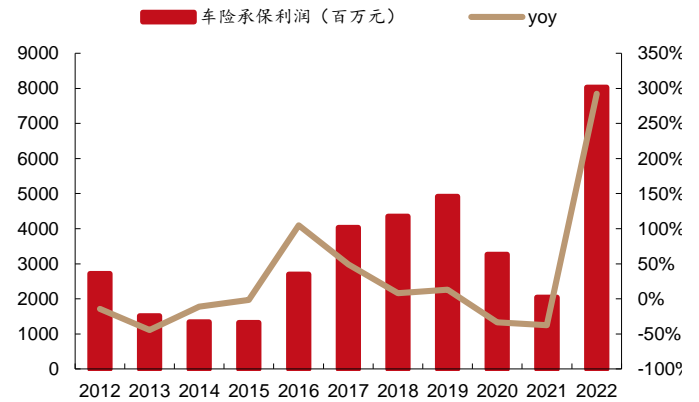
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 28: 平安财险车险综合成本率



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 29: 平安财险车险承保利润及贡献占比



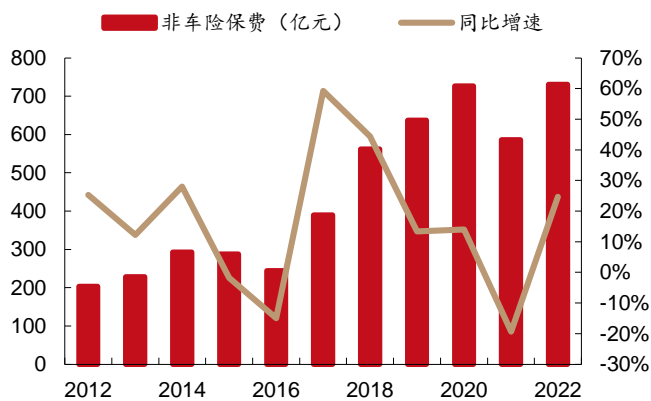
资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

2.2.2 非车险业务: 保费增速稳健, 长期承保盈利能力优于同业

公司非车险保费收入持续增长。2022年平安财险实现非车险保费收入730.56亿元, 同比+24.7%, 保费贡献占比yoy+3pct至25%。细分业务来看, 2022年责任保险、保证保险、意外伤害保险、健康保险保费收入分别达217.83亿元、219.34亿元、139.89亿元、96.96亿元, 同比分别+9.6%、+21.2%、-18.69% (健康保险保费无历史数据), 占非车险保费收入的比重分别为32.32%、32.54%、20.75%、14.39%。

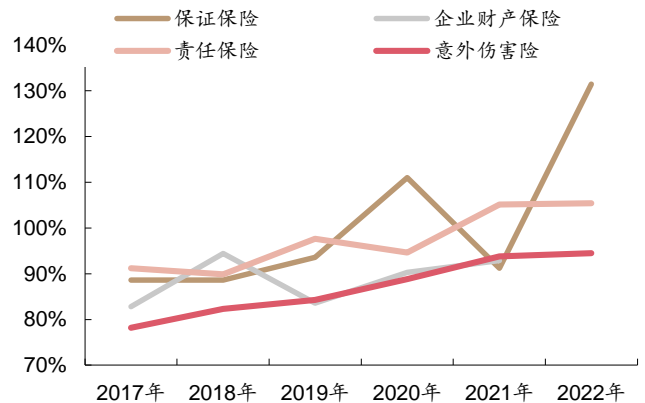
综合成本率短期波动致使非车险出现承保亏损。受新冠肺炎疫情影响, 除企财险外的各细分险种赔付支出增加, 22年非车险业务承保利润为-89.20亿元, 同比-102.77%; 疫情多点散发对小微企业经营产生负面影响, 保证保险综合成本率yoy+26.3pct至131.4%, 拖累非车业务承保利润表现。细分业务看, 2022年公司责任保险、保证保险、意外伤害保险、健康保险综合成本率分别为105.4%、131.4%、94.5%、95.2%, 承保利润分别为-9.29亿元、-90.13亿元、8.47亿元、3.98亿元。

图 30: 中国平安非车险保费收入 (亿元)



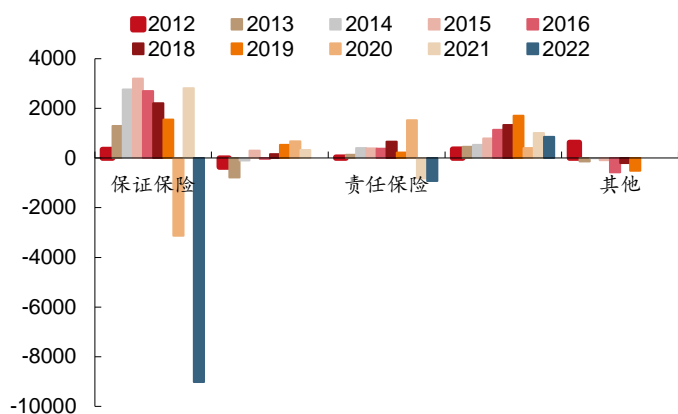
资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 31: 中国平安非车险细分业务综合成本率



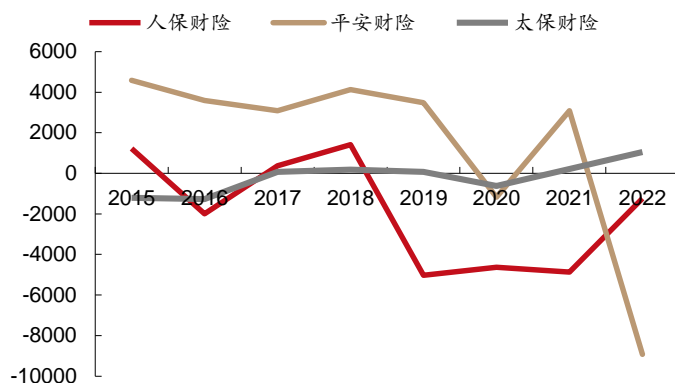
资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 32：中国平安非车险各险种承保利润（亿元）



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 33：拉长期限来看，平安非车险承保盈利（百万元）占优



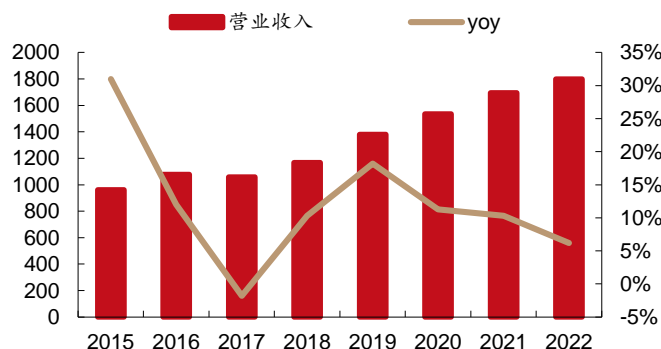
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

2.3 银行业务：业绩贡献占比稳步提升

银行业务营收及归母净利润稳步增长，近年来利润贡献占比持续提升。2022 年平安银行实现营业收入 1798.95 亿元，同比增长 6.2%，2015-2022 年 CAGR 达 9.3%；实现归母净利润 455.16 亿元，同比增长 25.3%，2015-2022 年 CAGR 达 11.0%；2022 年银行业务归母净利润贡献占比升至 31.0%，较 2015 年水平提升 8.5pct。

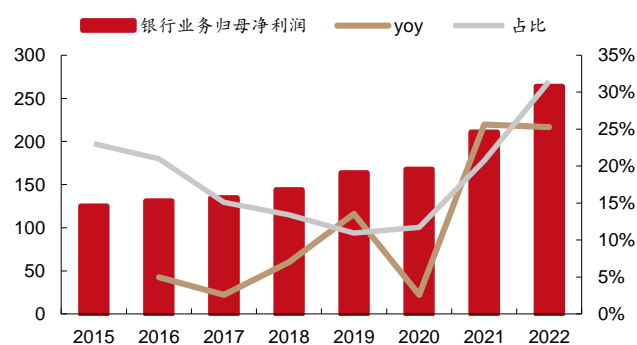
零售业务转型再进新阶，对公业务持续做精做强。平安银行充分发挥综合金融和科技赋能优势，持续贯彻以“开放银行、AI 银行、远程银行、线下银行、综合化银行”相互衔接并有机融合的零售转型新模式，打造“智能化银行 3.0”。截至 2022 年末，平安银行 AUM 为 35872.74 亿元，较年初增长 12.7%；零售客户数 12308 万户，较年初增长 4.1%；其中，私行达标客户 8.05 万户，较年初增长 15.5%；存款结构持续优化，个人存款余额 7703.65 亿元，较年初增长 12.5%；业务结构及客群结构持续优化，2022 年个人贷款余额 20473.90 亿元，较年初增长 7.2%。对公业务方面，平安银行通过着力打造供应链金融、票据一体化、客户经营平台、复杂投融资及生态化综拓“五张牌”，实现业务突破。截至 2022 年末，企业贷款余额较年初增长 11.2%；企业存款余额较年初增长 3.9%。

图 34：银行业务营业收入（亿元）及同比



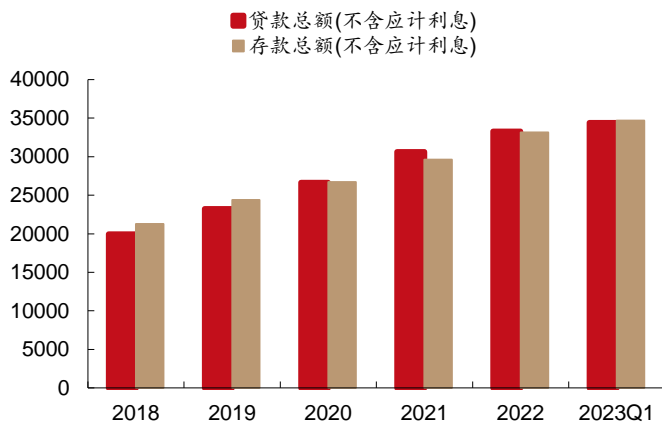
资料来源：公司年报，西部证券研发中心

图 35：银行业务归母净利润（亿元）及同比



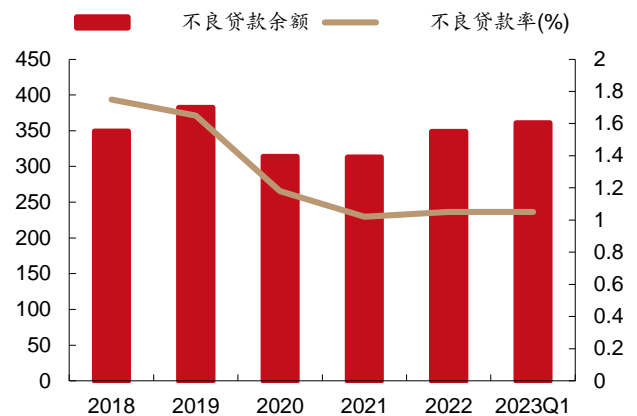
资料来源：公司年报，西部证券研发中心

图 36: 银行业务历年存款余额、贷款余额 (亿元)



资料来源: 公司年报, 西部证券研发中心

图 37: 银行业务不良贷款余额 (亿元) 及不良率



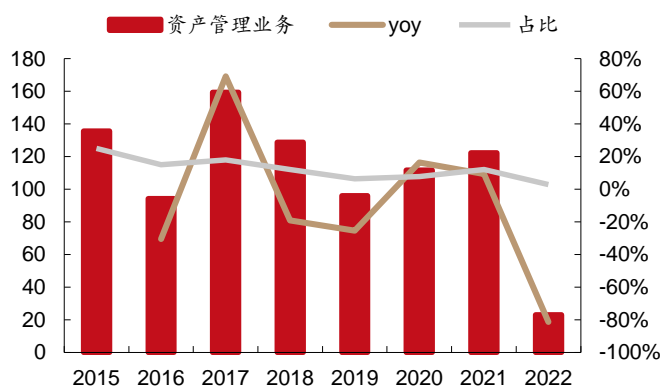
资料来源: 公司年报, 西部证券研发中心

2.4 资管业务: 受外部因素影响, 近年来出现一定波动

公司资产管理业务包括信托业务、证券业务及其他资产管理业务, 受资本市场波动以及项目估值变化影响, 2022 年资产管理业务归母营运利润 yoy-81.2%至 22.92 亿元, 分别贡献归母净利润/归母营运利润的 2.7% / 1.5%。

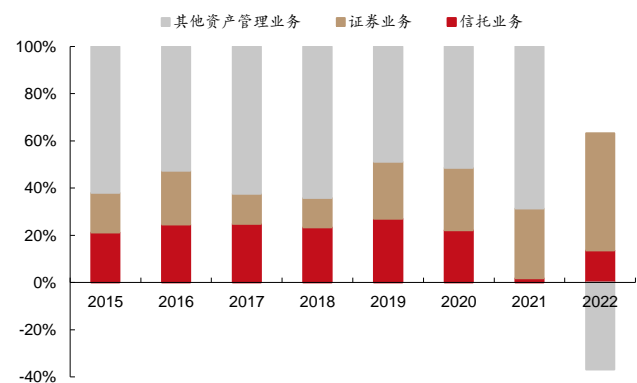
细分业务来看: 1) 平安证券: 依托综合金融与科技优势, 业绩稳健增长。平安证券持续深化全面数字化和平台化经营转型, 积极推进各项战略措施落地实施, 2022 年实现净利润 44.55 亿元, 同比增长 16.3%, 核心指标保持稳定增长。2) 平安信托: 遵循监管要求, 积极推动业务转型。平安信托持续聚焦“特殊资产投资、基建投资、服务信托、私募股权投资”四大核心业务, 坚定转型方向, 优化业务结构, 截至 2022 年末, 公司受托资产管理规模较年初增长 19.7%至 5520.06 亿元; 其中, 投资类规模达 3885.35 亿元, 较年初增长 51.3%, 融资类规模较年初下降 37.6%。3) 其他资管业务: 主要反映平安资产管理、平安融资租赁等其他经营资产管理业务的经营成果, 结合国内宏观经济形势变化强化风险管控力度, 2022 年归母净利润转负, yoy-138.0%至-31.83 亿元。

图 38: 中国平安资产管理业务归母净利润贡献及同比



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

图 39: 中国平安资产管理业务归母净利润结构

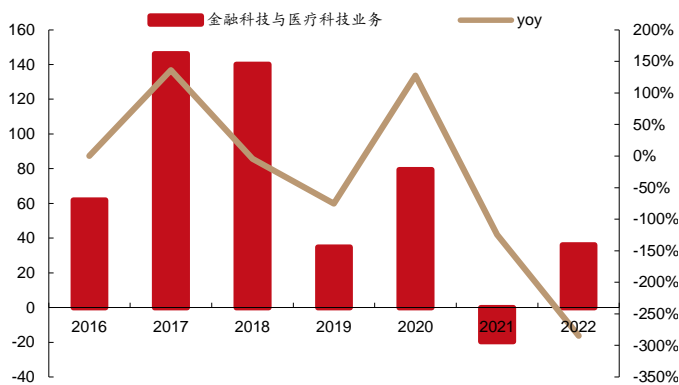


资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

2.5 科技业务：波动性较强，业绩贡献占比处于相对较低水平

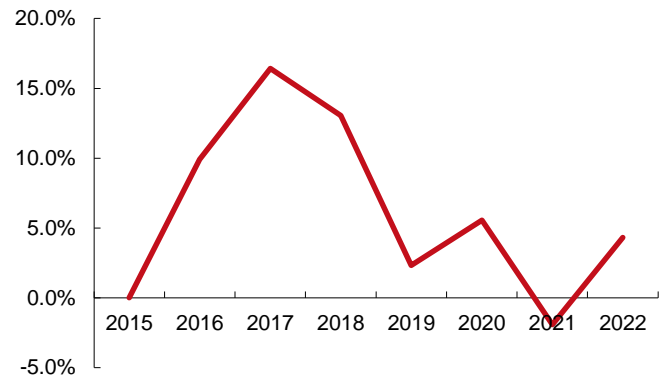
公司科技业务包括汽车之家、陆金所控股、金融壹账通、平安健康等经营科技业务相关的子公司、联营及合营公司的经营成果，2022年实现归母净利润36.14亿元，同比-284.7%，主要受陆金所控股增加风险承担比例，叠加受宏观环境影响资产质量恶化影响；2022年科技业务分别贡献归母净利润/归母营运利润的4.3%/3.7%。

图 40：中国平安科技业务归母净利润（亿元）及同比



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 41：中国平安科技业务归母净利润贡献占比



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

三、短、中、长期催化剂兼具，综合金融模式+医药康养老生态圈贯穿始终

我们认为中国平安短期、中期、长期催化剂兼具，估值修复路线相对明晰：

- 1) 短期催化：负债、资产双向改善，23H1 业绩表现预计将保持亮眼。**
 - i) 负债端：**基数优势延续，人身险改革成效有望持续显现，预定利率下调、存款利率下调态势下，储蓄类产品需求释放有望对 Q2 业绩形成支撑，预计 23H1 公司 NBV 同比增速保持在 10-15% 区间内。
 - ii) 资产端：**外部环境同比改善，投资端或将贡献业绩弹性。
- 2) 中期展望：影响公司估值的三大因素有望持续改善。**
 - i) NBV 表现：**负债端复苏节奏为影响估值的核心因素，NBV 的成长性有望逐步在估值中显现；
 - ii) EV 折价表现：**营运经验偏差、投资经验偏差有望持续改善，有望推动 EV 折价逐步下降；
 - iii) 资产端风险：**地产行业边际改善预期+险资地产敞口下降+风险项目减值计提相对充分，有望助力资产端风险担忧逐步缓释。
- 3) 长期空间：关注前瞻性业务布局步入收获期带来的业绩及估值提升空间。**
 - i) “保险+服务”模式：**医疗健康生态圈“线上+线下”医疗布局，构建“疾病预防-诊断-治疗-康复”闭环，养老服务生态圈立足高净值、超高净值人群，居家养老+养老社区双轮驱动，有望为业绩及估值带来新的增长引擎；
 - ii) 综合金融模式：**牌照优势显著，前瞻性的综合金融布局助力大财富管理业务扬帆远航；
 - iii) 金融+科技模式：**科技基因有望赋能金融、促进发展。

纵向来看，公司的核心战略布局——“综合金融+医疗健康”服务体系建设有望在短、中、长期扮演多重角色：1) “产品+服务”模式是寿险产品体系改革的核心，医疗健康布局的

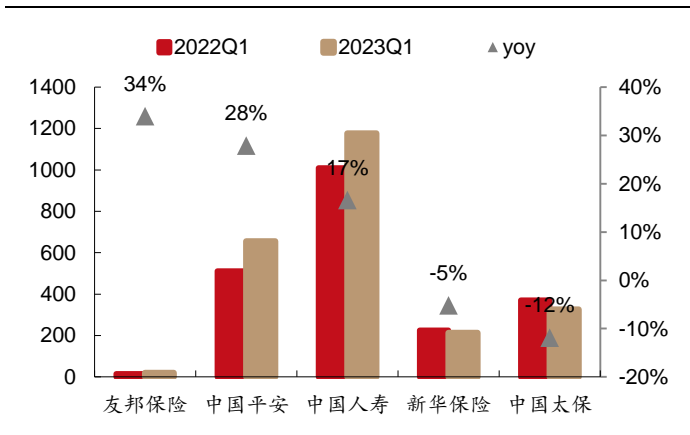
持续完善有望巩固公司核心竞争优势，助力获客、触客、留客，提升客均价值及客户黏性；
2) 综合金融模式下公司、销售人员、客户有望实现“多赢”：
i) 公司：充分利用客户及渠道资源，持续挖掘协同机会（如银保渠道、下沉渠道），提升客均价值；
ii) 销售人员：横向对比来看，综合金融模式有望给代理人带来持续的“超额”收入（非寿险产品销售收入），从增员、留存角度助力代理人队伍企稳，优化队伍结构；
iii) 客户：一个客户+N种服务的模式有望提升客户体验。同时，随着“综合金融+医疗健康”布局的持续完善，公司“护城河”的价值有望逐步在估值中得以体现。

3.1 短期催化：负债、资产双向改善，共谱估值修复协奏曲

如前文所述，人身险业务为公司营收、归母净利润的主要贡献来源，供需双向改善态势下，公司 23Q2 业绩依然有望保持亮眼，我们认为人身险负债端边际改善为短期估值修复奠定基础。

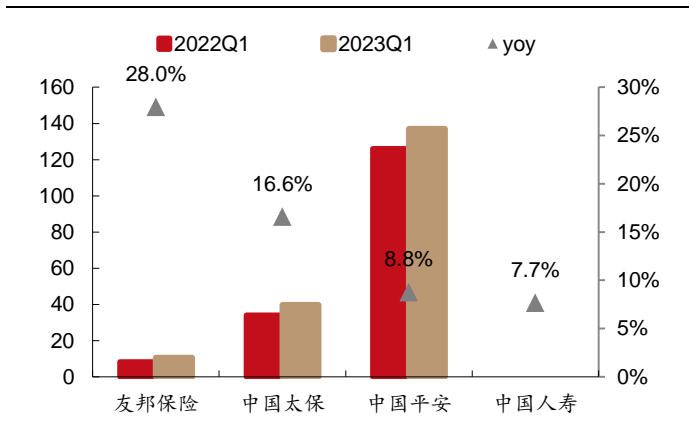
23Q1 人身险行业短期拐点得到验证，助力市场信心重塑。基数优势、线下展业恢复、业务持续推动三重因素影响下，披露 NBV 的头部险企 23 年开门红均实现 NBV 同比增速由负转正，助力市场信心重塑。寿险步入转型期以来，NBV 负增长预期为影响人身险公司估值的三大因素之一，市场的核心担忧是在人口红利消解、原本粗放式增长难以为继的情况下，头部险企是否可以通过调整经营策略快速适应新的发展阶段，并通过新的拳头产品组合、新的销售方式进一步挖掘潜在的业务机会，把握第二增长曲线。站在业务层面来看，我们重点关注核心结果指标（NBV、新单保费）及过程指标（人均新单、人均 NBV 及人均收入水平）的边际变化情况。站在当前时点，市场的核心分歧点在于对短期 NBV 转正如何解读，部分认为 23Q1 行业性拐点背后的主因在于基数优势，随时间推移，后续业绩表现仍存在不确定性；我们认为，板块短期、中期、长期均有催化，中国平安作为头部险企，短期、中期催化剂的衔接性表现有望占优，助力业务平台保持稳健，有望推动 NBV 持续增长。

图 42：上市险企 23Q1 新单保费（亿元）及同比表现



资料来源：公司财报，西部证券研发中心；友邦保险为亿美元。

图 43：上市险企 23Q1 NBV（亿元）及同比表现



资料来源：公司财报，西部证券研发中心；友邦保险为亿美元，中国人寿未披露 NBV。

基数优势延续，人身险改革成效有望持续显现，我们认为 Q2 公司负债端表现有望保持亮眼。短期来看，多重催化对 Q2 业绩形成支撑，预计 23H1 公司 NBV 同比增速保持在 10-15% 区间内。细分来看：

- 1) 预定利率下调有助于储蓄类产品需求的前置释放，短期内人均产能有望提升，助力收入提振，进而带动增员、留存改善，推动人力拐点的到来（改革转型新阶段的标志，有望进一步助力市场信心提振）。4月下旬，银保监会窗口指导要求寿险公司调整新开发产品的定价利率，控制利差损风险，将新开发产品的定价利率从3.5%降至3.0%。主要思想是市场有效，监管有为，主体调节在先，控制节奏，实现软着陆。2022年以来，以增额终身寿为主导的储蓄类产品热销是一个非常明显的趋势，我们认为这得益于供、需双优，今年年初以来银保渠道保持高增也在一定程度上展现出客户需求的确定性。在此情况下，我们认为下调预定利率有以下几个方面的影响：**i) 短期：**新规落地前或将迎来储蓄类产品需求的前置释放，对Q2业绩形成支撑；新规落地后，受需求前置、新产品吸引力边际下降双向影响，相关产品的销售可能出现短期波动（预计1-2个月），但考虑到预定利率调降后产品依然具有竞争优势，公司产品开发及经营的灵活性占优，我们预计对销售的影响相对有限。**ii) 长期：**近年来，在权益市场及长端利率波动影响下，险资投资端面临多重挑战，上市险企投资偏差出现负贡献拖累内含价值表现，我们认为调降预定利率有助于降低负债成本，预计将有效缓解利差损风险。
- 2) 存款利率下调态势下，横向对比来看，储蓄类保险产品的竞争优势有望凸显。通知存款和协定存款利率于5月15日进行调整；其中，四大国有银行协定存款和通知存款自律上限下调幅度约为30bps，其它金融机构降幅约为50bps；另外，对于通知存款利率，国有大行不能超过基准利率10bps，其他银行不能超过基准利率20bps。横向对比来看，储蓄类保险产品锁定收益率/保底+浮动收益率的模式在存款利率下降态势下优势有望进一步凸显。

资产端方面，长端利率及权益市场改善预期对资产端表现形成支撑；拉长期限来看，地产修复态势有望延续，预计政策子弹袋仍有余量。我们认为，市场对于资产端风险事件的担忧是近年来压制人身险公司估值的三大核心因素之一，预计地产行业有望演绎“预期反转-政策持续落地-供需改善”三个阶段，市场前期对于险企资产端风险的担忧主要聚焦于地产敞口，保险公司扮演地产公司的债权人及股东双重角色，有望持续受益于地产行业边际改善（先债权、后股权）。

3.1.1 负债端：率先布局+坚定推进寿险转型，改革成效见真章

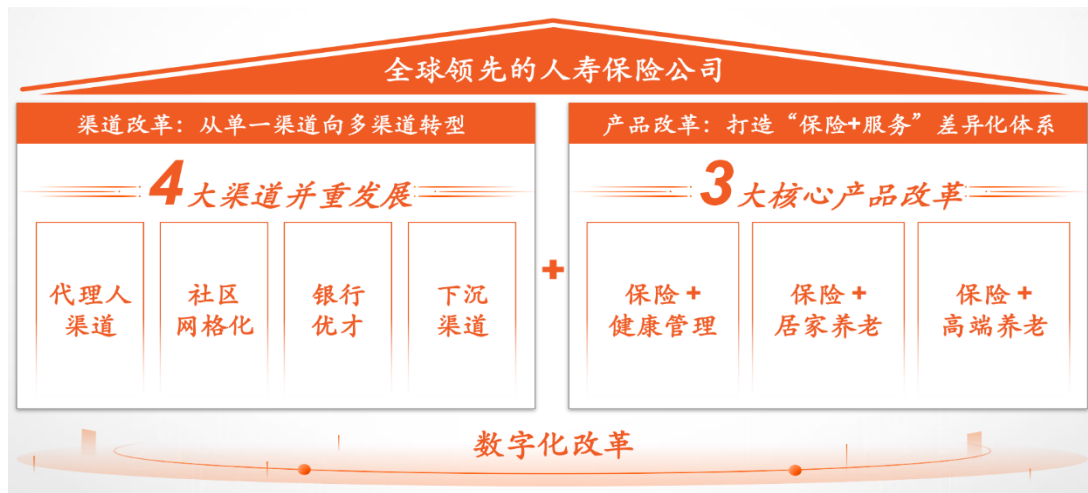
1) 改革决心坚定，率先布局，战略清晰

充分把握行业发展模式切换期，中国平安率先提出寿险改革，并率先布局多渠道改革。近年来，在人口红利消减态势下，人身险行业步入由粗放式增长向高质量增长的转型期，中国平安于2020年率先宣布开展为期三年的寿险改革，聚焦渠道、产品、经营三方面的升级：**1) 渠道升级：**队伍管理以质量为导向，建立稳定、健康、优质“铁军”；科技赋能，打造“三好五星”营业部新模式。**2) 产品升级：**进一步丰富产品矩阵，完善被保险人覆盖面，推出慢病医疗险等产品，进一步升级健康服务，聚焦客需导向。**3) 经营升级：**数字化经营方面，先知、先觉、先行驱动决策，推动精细化管理；数据化营销方面，通过内容、社交、活动、服务等营销方式全面提升客户触达率，促进销售。

明确“4渠道+3产品”的改革战略。**1) 渠道改革：**从单一渠道向多渠道转型。代理人渠道、银行优才渠道、社区网格化渠道、下沉渠道4大渠道并重发展；**2) 产品改革：**打造“保险+服务”的差异化产品体系。基于客需角度，发力“保险+健康管理”、“保险+居家养老”、“保险+高端养老”3大核心产品改革。我们认为渠道改革的成效有望率先显现，

短期的催化效果较为明显；“产品+服务”模式尚处于发展的初级阶段，成效及影响偏向于长期，我们将其放在后文（3.3 长期空间）中展开论述。

图 44：中国平安寿险改革战略



资料来源：中国平安 2022 年业绩发布会材料，西部证券研发中心

图 45：中国平安寿险改革历程

时间	阶段	内容
2H2018	开始萌芽	渠道及产品调整逐步展开。
2019.11	全面展开	七大模块：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	顶层设计	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，项目更聚焦于寿险改革 12 大重点项目的实施落地。
2021.1	推广阶段	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。
2022.12	全面落地	所有营业部均进入改革落地期，产品+服务项目持续完善。

资料来源：公司官网，西部证券研发中心

2) 坚定推进个险渠道高质量转型，布局多元渠道挖掘业务增长空间

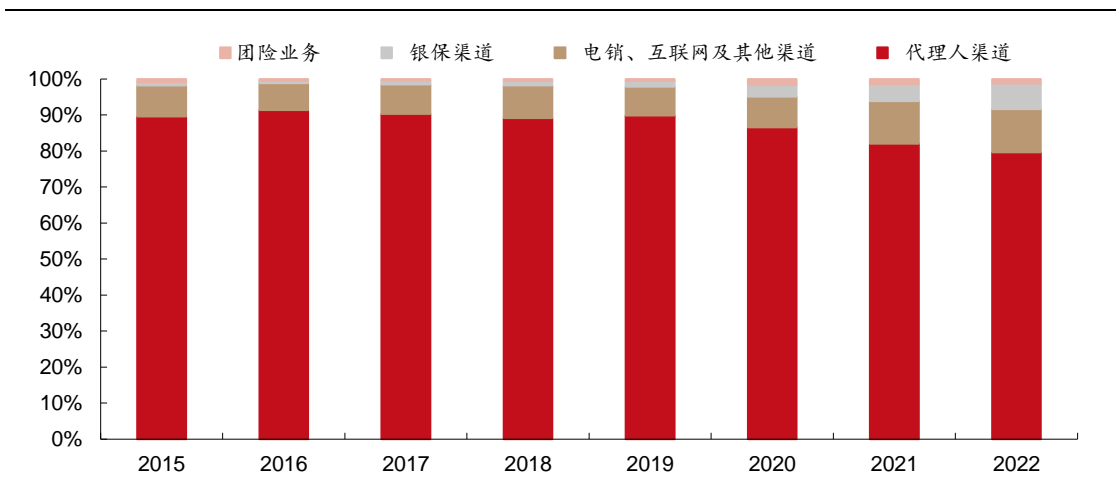
按照渠道口径分类，中国平安的人身险业务可分为个人业务（占据主导）及团体业务；其中，个人业务主要涵盖三大渠道：1) 代理人渠道（即个险渠道）；2) 银行保险渠道；3) 电销、互联网及其他渠道。代理人渠道为公司 NBV 的核心来源，2015-2019 年渠道 NBV 贡献占比保持在 90%左右。

战略规划前瞻性优于同业，聚焦个险高质量转型的同时布局多元化渠道发展。自 18 年劳动人力见顶后，人口红利逐步消退，产品同质竞争、客户需求变化等多重因素影响之下，代理人渠道原本的粗放式发展模式难以为继。中国平安率先布局渠道改革，从以代理人渠

道为主的渠道结构向代理人、社区网格化（聚焦继续率提升及存量客户二次开发）、银行优才（聚焦银、保深度合作，挖掘银行客户需求）与下沉网络（聚焦三四线市场的客户挖掘）四大渠道转变，多渠道齐头并进、协同发展，通过打造高质量、专业化的销售队伍，持续提升队伍产能，满足不同客群的差异化需求。

寿险改革成效逐步显现，非个险渠道业绩贡献占比显著提升。经过三年的深度改革实践，代理人渠道经营质量持续优化，公司对增员入口严格把关，优增优育，助力队伍结构优化、产能提升。截至2022年末，公司已完成经营智能化在全国营业部的推广；创新渠道方面，银行优才队伍、网格化专员队伍持续壮大，下沉渠道初步探索创新发展模式，2022年个险/银保/电销、互联网及其他渠道NBV贡献占比分别为79.6%/7.1%/12.0%，较改革前（2019年）水平-10.2pct/+5.5pct/+4.0pct。

图46：中国平安人身险业务各渠道NBV贡献占比

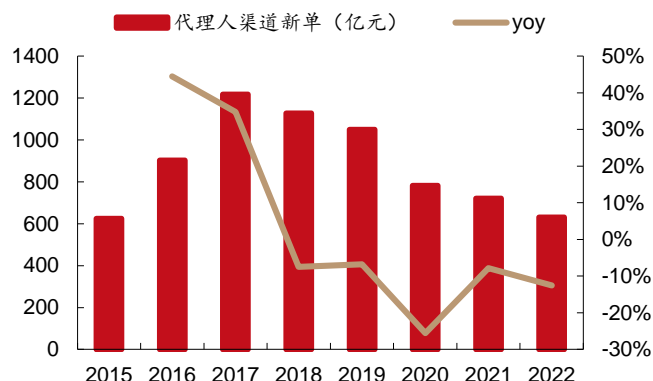


资料来源：公司年报，西部证券研发中心

1) 个险渠道：致力于稳量提质，过程指标、结果指标双向改善

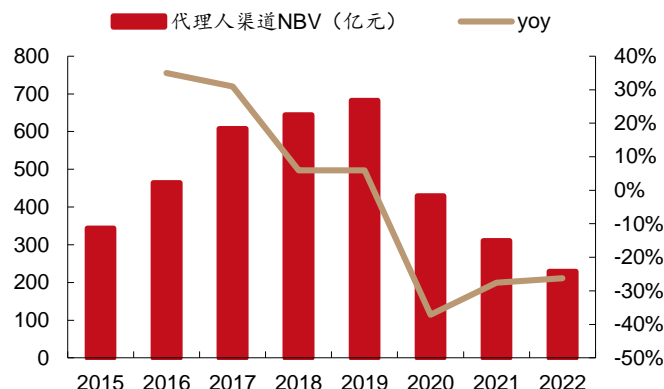
个险渠道新单、NBV 同比缺口实现波动式优化。公司聚焦优增、优育，打造“三好五星”部课评价体系，以数字化赋能代理人队伍精细化经营，推动代理人队伍向“高素质、高绩效、高品质”转型，历经三年转型后成效逐步显现。2020-2022年个险渠道分别实现NBV 429.13 / 310.76 / 229.32 亿元，yoy-37.1% / -27.6% / -26.2%，同比缺口持续收窄；2020-2022年个险渠道分别实现新单保费收入 782.30 / 721.31 / 631.00，yoy -25.5% / -7.8% / -12.5%，同比表现呈波动式改善态势。23Q1 个险渠道迎来拐点，NBV 同比增速实现由负转正。

图 47：中国平安人身险个险渠道新单保费及同比



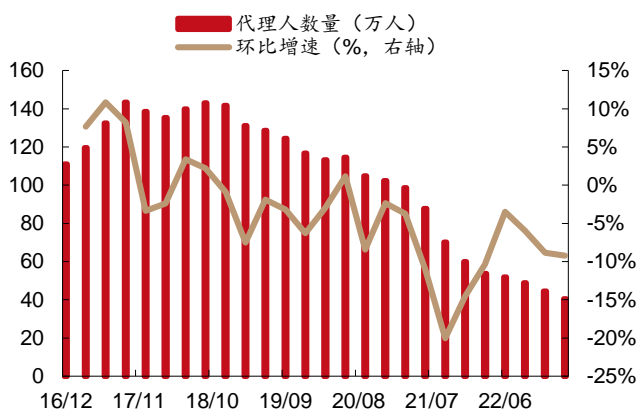
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 48：中国平安人身险个险渠道 NBV 及同比



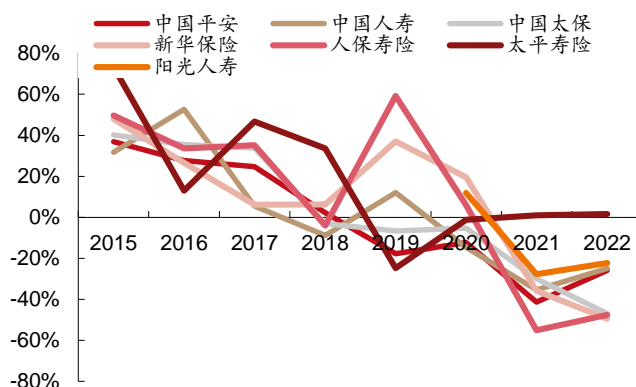
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 49：上市险企代理人队伍规模持续缩减 (万人)



资料来源：公司财报，西部证券研发中心，中国太保为月均人力规模

图 50：上市险企代理人队伍规模同比表现



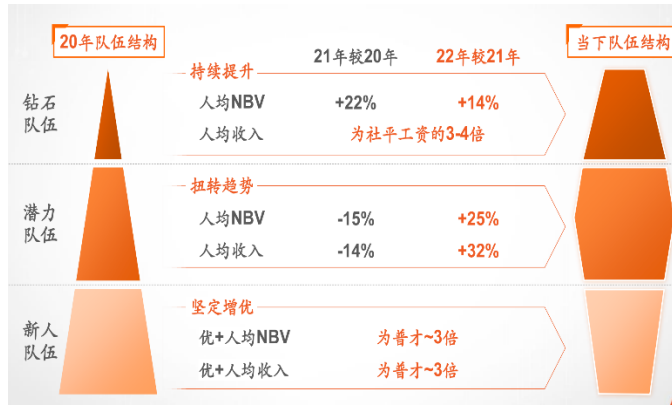
资料来源：各公司财报，西部证券研发中心

代理人队伍规模缩减，但质态优化。截至 2023 年 3 月末，中国平安代理人队伍规模为 40.5 万人，环比-9.2%；优增优育策略下队伍质态优化，核心过程指标显著改善：

- i. **队伍结构优化**：历经三年改革后，队伍结构由改革前的金字塔型逐步转变为纺锤型；按照产能结构，公司代理人队伍可分为钻石队伍、潜力队伍及新人队伍三类，精细化管理举措取得良好效果，截至 2022 年末，代理人队伍中大专及以上学历代理人占比 yoy+3.4pct，新人“优+”占比 yoy+14.1pct。
- ii. **队伍产能优化**：截至 2022 年末，人均长险件数提升 7%，高件均扩量带动件均 NBV+11%；年人均 NBV yoy+22.1%至 4.76 万元，活动率 yoy+3.8pct 至 50.8%；23Q1 人均 NBV yoy+37%，预计宏观经济复苏+收入提升有望助力增员、留存持续改善。细分队伍来看，**1) 钻石队伍**：产能持续提升，2021、2022 年人均 NBV 同比分别+22%/+14%；**2) 潜力队伍**：2022 年人均 NBV 增速由负转正，同比+25%（21 年同比-15%）；**3) 新人队伍**：公司坚定优增优育原则，严格把控新人入口端，“优+”队伍人均 NBV 约为普才的三倍。

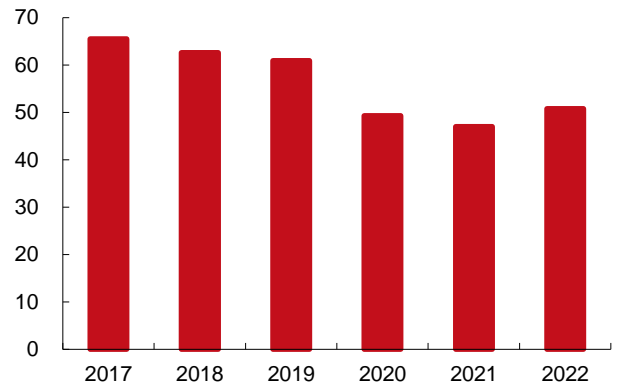
- iii. **队伍收入提振**：从微观角度来看，我们认为收入是影响代理人增员、留存的核心因素，截至2022年末，代理人人均收入提高到7051元，同比+22.5%；来自综合保险业务的交叉销售收入同比+50%。细分队伍来看，1) 钻石队伍：人均收入为社会平均工资的3-4倍；2) 潜力队伍：人均收入同比增加32%；3) 新人队伍：“优+”人均收入为普才的3倍左右。23Q1人均收入保持增长，人均寿险销售收入（不含综合金融）yoy+10%。

图 51：中国平安代理人结构优化



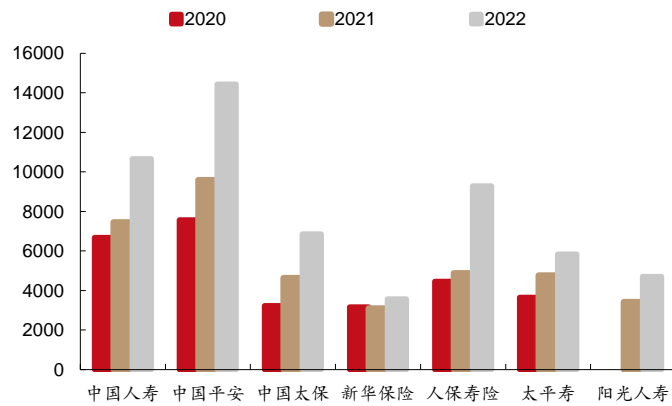
资料来源：中国平安 2022 年业绩发布会材料，西部证券研发中心

图 52：中国平安代理人活动率（%）回升



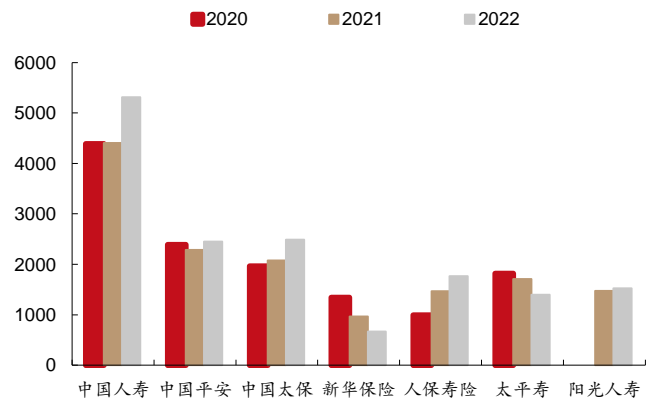
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 53：上市险企代理人人均新单表现（元/月）



资料来源：各公司财报，西部证券研发中心

图 54：上市险企代理人人均 NBV 表现（元/月）



资料来源：各公司财报，西部证券研发中心

横向对比来看，中国平安寿险人均新单、NBV 位居同业前列。1) 人均月均新单：2022年上市险企平安寿 14430 元(yoy+50.4%)、国寿 10654 元(yoy+42.8%)、人保寿 9280 元(yoy+90.0%)、太保寿 6853 元(yoy+47.7%)、太平寿 5841 港元 (yoy+22.7%)、阳光寿 4700 元 (yoy+37.4%)、新华 3563 元(yoy+15.1%)；2) 人均月均 NBV 表现：2022年上市险企中国人寿 5315 元 (yoy+20.6%)、中国太保 2490 元 (yoy+20.0%)、中国平安 2453 元(yoy+7.4%)、人保寿险 1764 元(yoy+20.2%)、阳光人寿 1524 元(yoy+3.5%)、太平寿 1395 港元 (yoy-18.5%)、新华保险 665 元 (yoy-31.3%)。公司在产能方面的优势有望助力构筑更为稳健的业务基本盘，为率先走出改革转型期奠定基础。

从网点经营角度看，“三好五星”试点成效逐步显现。截至 2022 年末，第一、二批试点

超 18 个月(约有 10%的营业部参与), NBV 于 22H2 实现同比增速转正 (yoy+2.4%); 第三批试点实施超一年 (约有 20%的营业部参与), 业绩超全国, NBV 增速加快领先全国; 第四批营业部已实施超 9 个月 (约 35%的营业部参与), 业绩显著提升, 人均长险件数同比提升 9%; 第五批营业部于 2022 年 11 月启动 (大于 5%的营业部参与), 实施不超过 3 个月, 人均触客数提升 35%。

2) 银行优才渠道: 与平安银行深度合作, 构建“保险+金融”的一站式财富管理模式

受益于近年来银行、保险的双向奔赴, 银保渠道实现快速发展, 具体来看:

1) 银行对于代销保险产品的重视程度提升: i) 银行对于非息收入的重视程度提升: 工农中建、邮储等国有大行及招商银行、平安银行等股份制银行近年来加大了业务转型的力度, 实现从单一产品销售向多元化客户资产配置的转变, 代销保险、代销基金等代理业务取得的手续费收入正逐渐成为其促进非息收入增长的重要抓手; ii) 储蓄类保险产品的“保本”优势提升: 理财产品全面净值化转型后, 储蓄类保险产品锁定收益率/保底+浮动模式与部分银行客户较低的风险投资偏好相契合。

2) 保险公司对于银保渠道的重视程度提升: 人身险步入转型期后, 个险渠道显著承压, 同时增员难问题给渠道新客获客带来一定难度, 险企对银保渠道的关注度显著提升, 希望通过发展银保渠道贡献一定业绩增量。

银行代销保险业务在客户资源及渠道方面具有明显优势:

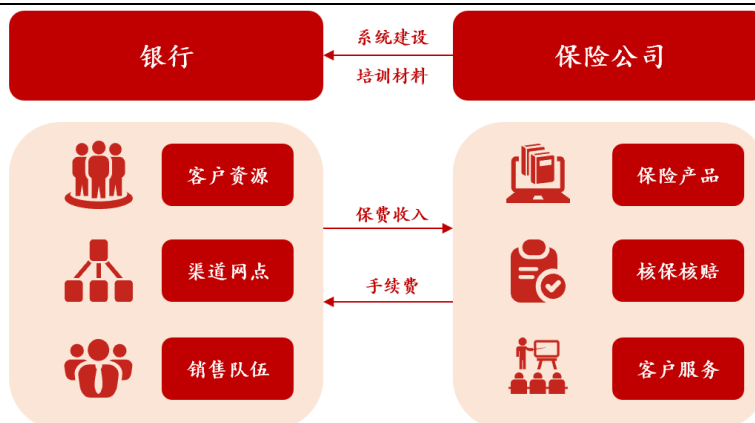
1) 客户资源丰富, 客户关系更为密切: 我国银行总客户数规模庞大, 为保险销售奠定良好基础。2022 年平安银行财富客户数目达 126.52 万户, yoy+15%; 管理零售客户净资产规模 (AUM) 达 3.59 万亿元, yoy+12.7%。

2) 网点布局较广, 对全国客户实现有效覆盖: 保险产品由于自身复杂特性, 对线下销售的需求较高, 银行网点数目众多, 对全国各省市实现有效覆盖; 截至 2022 年末, 平安银行在全国范围内共有 109 家分行, 合计 1191 家营业机构。

3) 储蓄类产品契合银行客户需求: 资管新规落地后, 银行理财产品实现全面净值化转型。受市场波动影响, 22Q4 部分低风险理财产品出现净值下跌甚至“破净”现象, 导致客户对银行理财产品“保本”的预期出现一定调整, 在市场波动的当下, 保险产品锁定收益的“保本”属性优势凸显, 有效满足部分银行客户需求。

但硬币的另一面是, 与个险渠道相较, 银保渠道最大的不同之处在于保险公司对于渠道的掌控力弱, 银行占据主导地位。从资源方面拆解分析来看, 银保渠道客户资源、触客渠道、销售队伍等核心环节均由银行提供, 保险公司扮演的主要是业务支持的角色。

图 55：银保渠道合作中银行掌握核心资源，占据主导地位



资料来源：西部证券研发中心绘制，仅展示影响业务及成本的主要因素。

中国平安在银保渠道建设方面独具优势。集团旗下的保险及银行子公司均占据行业领先地位；其中，平安人寿拥有丰富的产品货架及成熟的营销管理体系，平安银行拥有丰富的客户资源及销售渠道，银保合作具有天然优势。同时，平安银行高端客户资源丰富，私行客户规模、资产呈双增态势，为银保渠道发展提供广阔空间。平安银行私行客户的标准是金融资产超过 600 万元的高净值人群，截至 2022 年末，私行达标客户 8.05 万户，同比增长 15.5%；私行达标客户 AUM 规模 1.62 万亿元，同比增长 15.3%。

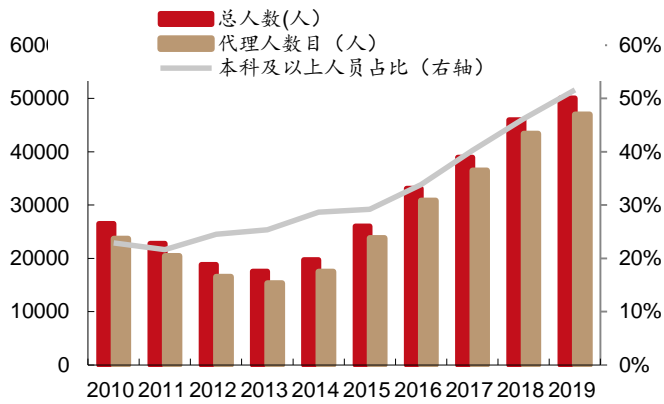
顺应财富管理大潮，中国平安跳出银行、保险的单线作战模式，推出新银保模式，打造“三高”财富管理专属队伍。2021 年 9 月，平安银行宣布推出“新银保”模式，在理财经理、私行客户经理的基础上打造一支“高素质、高产能、高收入”的财富管理专属队伍，队伍以寿险产品销售为主，同时兼顾其他金融产品销售，薪酬体系采取固定底薪+销售及职位津贴等的新模式。

专属队伍的建立有望解决多年来银保渠道发展难题，实现新突破。虽依托银行广阔的客户资源及销售渠道，传统银保渠道的业务发展面临多项困境：1) 银、保双方目标存在偏差，难以形成合力：银行关注手续费贡献，保险公司关注 NBV 及新单贡献，在业务推动过程中难以形成合力；2) 银行销售人员对于产品的理解相对有限：保险产品（尤其是高价值产品）形态复杂，专业性较强，银行销售人员对保险产品的了解相对有限，同时面临多项考核指标，对于保险销售的关注度有限；3) 银行重视程度相对较弱：保险销售并非银行主营业务，收入贡献占比较低，相较于其他主营业务，银行的重视程度有限；4) 以手续费为主的考核导向与客户需求可能存在偏差：队伍考核以手续费收入为导向，销售侧重于高手续费率产品，与客户实际需求可能出现错配。中国平安的“新银保”模式有望通过集团高层统一目标、打造高质量专属队伍、构建全新薪酬结构的新模式在以上问题上多点突破，从客户需求出发实现高效产品配置，为银保业务注入新活力。

任命专业人士领导专业队伍建设。平安银行“新银保”队伍的领军人物方志男先生于队伍组建几个月前加盟平安银行，据友邦保险及原保监会披露，方志男先生于 2011 年任友邦中国区首席业务执行官，2013 年 8 月获批担任友邦保险上海分公司总经理，于 2013-2016 任友邦保险上海分公司负责人，曾带领友邦在中国成功推进营

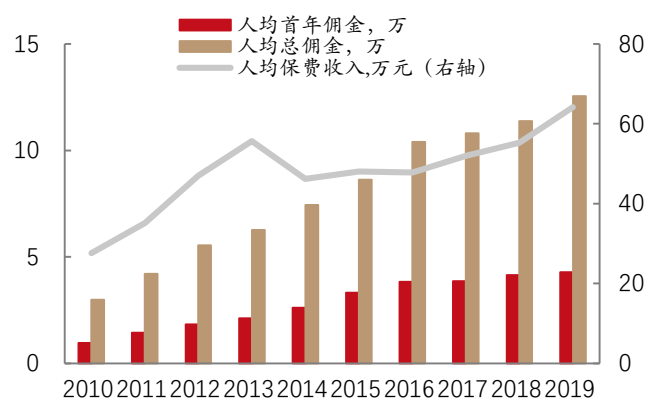
销员渠道 2.0 项目，对高质量销售队伍建设及面向中高端客群的寿险销售有丰富经验及理解。

图 56：友邦中国（现友邦人寿）代理人数目及本科以上学历占比



资料来源：中国保险年鉴，西部证券研发中心

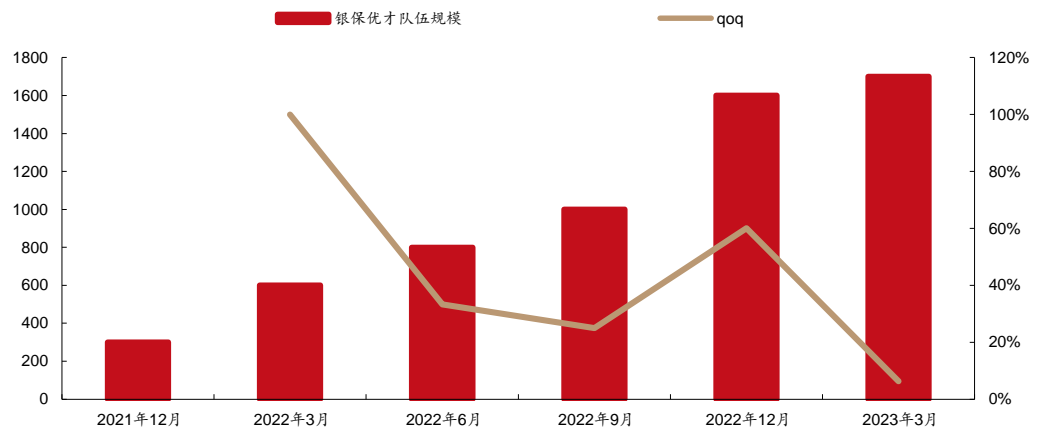
图 57：友邦中国（现友邦人寿）人均佣金及保费收入情况



资料来源：公司财报、中国保险年鉴，西部证券研发中心

新银保队伍规模快速增长，优增、优育策略下产能保持较高水平。截至 2022 年 6 月末，银行优才队伍人数超 800 人，本科及以上学历占比超过 90%，人均产能为钻石队伍的 1.4 倍，渠道真正做到了“优增”；截至 2022 年 9 月末，银行优才队伍人数达 1500 人，非保险业务营收贡献超 50%；截至 2022 年末，银行优才队伍人数超 1600 人，人均产能为钻石队伍的 1.4 倍，产能规模为目前传统线下个险队伍的 10 倍以上；截至 2023 年 3 月末，银行优才队伍人数超 1700 人，队伍规模实现快速壮大。

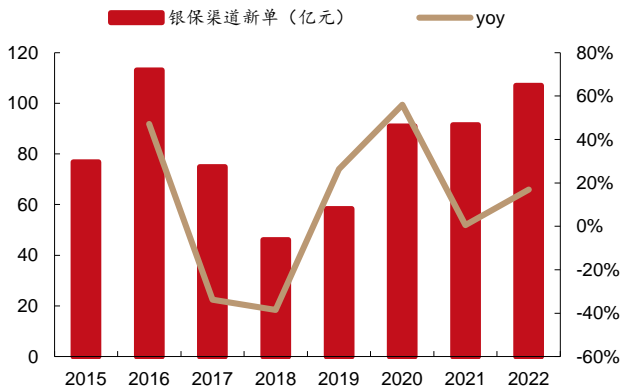
图 58：银保渠道“新银保队伍”规模（人）及环比增速



资料来源：公司财报、平安银行公告，西部证券研发中心

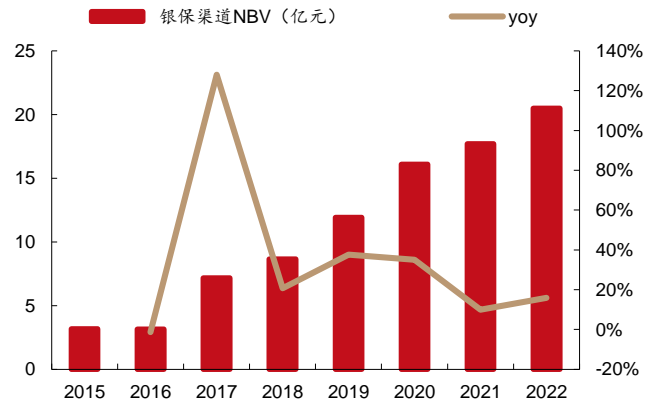
银保渠道新单、NBV、中收稳健增长，银行、保险实现双赢。2022 年银保渠道实现新单保费收入 106.96 亿元，2019-2022 年 CAGR 达 22.4%；NBV 贡献达 20.50 亿元，2019-2022 年 CAGR 达 19.8%；渠道新单保费及 NBV 贡献占比稳步提升，2022 年分别达 9.0% / 7.1%，较 2019 年水平分别+5.3pct / +5.5pct。平安人寿与平安银行的深度合作模式有效推动高价值产品销售，NBVM 处于较高水平，2022 年渠道 NBVM（使用 NBV/新单近似测算）达 19.2%，较 2016 年水平提升 16.4pct。截至 2022 年末，平安银行代理保险收入 19.84 亿元，同比增长 30.9%，占整个财富中收的比重已经达到 30.77%。在新队伍的发力下，“新银保”正在成为平安银行大财富管理板块及平安人寿银保板块重要的增长引擎。

图 59：平安人寿银保渠道新单保费及同比



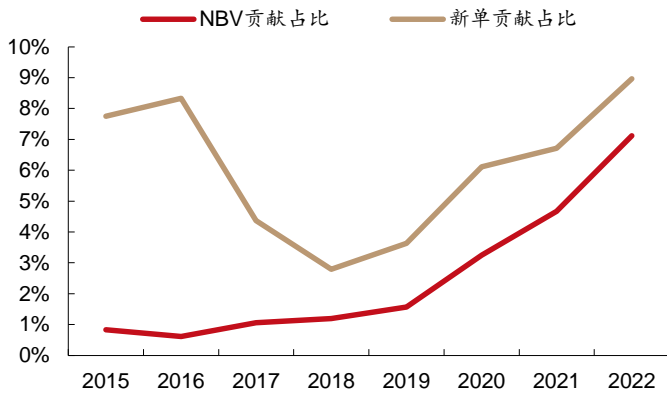
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 60：平安人寿银保渠道 NBV 及同比



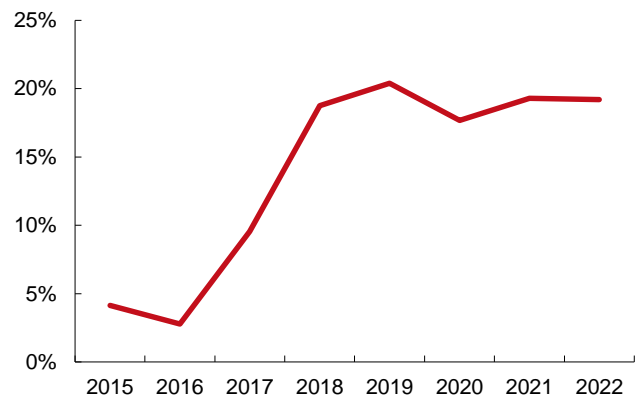
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 61：银保渠道新单及 NBV 贡献占比稳步提升



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 62：银保渠道 NBVM 表现稳健



资料来源：公司财报，西部证券研发中心，使用渠道 NBV/新单保费测算

银、保双重聚焦，预计银行优才渠道有望持续贡献业绩增量。平安银行董事长谢永林在参加平安银行深圳分行举办的 2023 年银保业绩开门红荣誉颁奖晚宴上表示：“平安银行银保是集团银保的重要组成部分……新银保队伍有望在 5-8 年内实现 NBEV（NBV 内部口径）100 亿元的目标，成为集团保险和银行中收的中坚力量”；同时，也提出了三个关注的指标：**1）平台**：23Q1 收获了好成绩，未来业绩要再创新高；**2）私财客户渗透率**：包括大客户的渗透率，除收入外更应关注客户资产配置、客户的健康度，同时要求银保开发出与大客户需求更为匹配的产品；**3）队伍活动率**：盘活各业务区的线索，挖掘更多的大单；同时强调需要把银保队伍招聘当作制式化工作，而非阶段性工作，2023 年须保证达到 4000 人的队伍。我们认为，增员是下阶段影响渠道发展的主要因素，预计受益于集团、平安人寿及平安银行三方的共同发力，银行优才渠道有望持续贡献业绩增量，成为集团综合金融版图中的又一标杆。

3）社区网格化渠道：深度挖掘区域性“孤儿单”经营，致力于实现价值突破

社区网格化渠道聚焦“孤儿单”经营，关注老客户续收及加保。“孤儿单”是指与保险公司终止代理关系的代理人离职前销售的有效保单，一直是保险公司的管理难点。社区网格化模式以提升保单继续率为首要目标，专注续收及存量客户加保，对“孤儿单”形成有效覆盖。我们认为，如何平衡渠道间的利益关系是“孤儿单”经营的重中之重，构建专属队伍或将对渠道间的相关利益进行明确切分，同时有望在两方面对公司业务形成助力：1) 提升保单继续率水平，优化运营经验差异、剩余边际及有效业务价值；2) 盘活存量客群，提升二次销售的成功率及客均价值贡献，同时优化服务体验，提升客户黏性。

在增员方面，我们认为渠道同样具有一定优势：1) 收入有保障：在薪酬结构方面，公司为社区网格化专员提供一定数额的底薪（同样与代理人渠道形成区隔）；2) 客户有资源：与个险自主获客的模式相较，渠道的定位聚焦存量“孤儿单”客户管理，客户资源优势显著；3) 销售有条件：从目标客群的特征来讲，“孤儿单”持有人本身就是平安的老客户，对保险产品 & 公司品牌具有一定认可度，天然具备一定加保条件。

队伍快速扩充，保单质量显著改善。截至2022年末，平安寿险的社区网格化模式已在25个城市进行网格推广，公司组建了近8000人的高素质精英队伍，并在线上联合运营、续收、销售全流程，存续客户13个月保单继续率同比提升超14pct，通过“4-sell”四步渐进式客户经营服务，针对客户保障缺口精准推荐产品，客户寿险加保率符合预期。

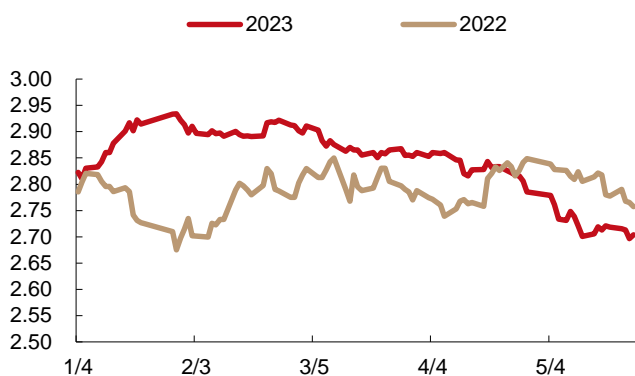
4) 下沉渠道：借助财险布局，探索下沉市场业务机遇

聚焦三四线城市（即乡、镇、县）潜在客户，致力于扩大业务覆盖面。截至2022年6月末，公司在2个机构授权试点展业；截至2022年末，公司已在七个省份试点推动。平安人寿结合下沉市场的保险消费场景，持续探索下沉渠道创新发展模式，目前该渠道处于初步试点阶段，正在逐步推进中。

3.1.2 资产端：外部环境同比改善，投资端或将贡献业绩弹性

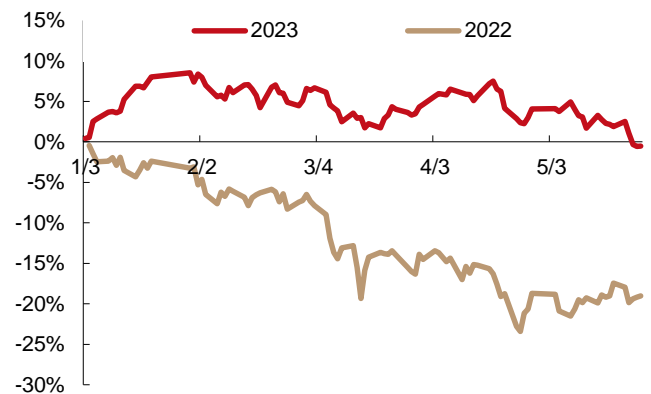
长端利率及权益市场与去年同期相较优势仍存，在一定程度上对投资表现形成支撑。截至2023年5月25日，十年期国债到期收益率2.71%，较去年同期-6bps；年初至今，十年期国债收益率均值为2.85%，较去年同期水平+6bps。权益市场虽然受内、外部风险事件影响出现一定波动，但整体表现仍显著优于去年同期水平，年初至今沪深300指数累计收益率为-0.5%，高于去年同期水18.5pct，为投资端贡献业绩弹性创造空间。

图 63：十年期国债到期收益率（%）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 64：沪深 300 指数累计收益率表现



资料来源：wind，西部证券研发中心

3.2 中期展望：影响公司估值的三大因素有望持续改善

我们认为保险板块本轮估值修复周期或将沿以下路径：1) 资产端风险缓释；2) 资产端表现预期提振/负债端展业逐步恢复常态；3) 负债端过程指标边际改善（包括增员表现、人均收入、人均产能等反应改革进程的核心指标）；4) 负债端核心指标见底（强烈利好信号，负债端成长性有望在估值中得到重新体现）；5) 负债端核心指标恢复正增长（PEV 有望恢复至 1 倍以上水平）。我们认为，当前板块处于 3-4 过渡期内，负债边际改善将是驱动板块估值修复表现的主旋律。

压制人身险公司估值的三项因素持续改善，预计中国平安的估值全年有望呈现波动上修态势。中期来看，我们认为人身险业务的复苏情况依然是影响公司估值的核心因素。具体来看，我们认为当前影响人身险估值的三大核心因素包括：

- 1) **NBV 负增长预期**：核心原因，2020 年以来受行业转型及疫情影响，上市险企 NBV 均呈负增长（23Q1 转正，但市场对 NBV 正增长的持续性存疑）；
- 2) **EV 折价**：精算假设黑箱难以打开，投资端承压带来利差损预期，保单质量/发病率与精算假设的偏差带来营运经验偏差负贡献预期；
- 3) **资产端风险**：对险资地产敞口等潜在风险的担忧。

我们从以上角度观察，预计公司下阶段三重因素边际改善态势有望延续，负债端成长性有望逐步在估值中得以显现。

3.2.1 NBV 表现：负债端复苏节奏为影响估值的核心因素，NBV 的成长性有望逐步在估值中显现

供需双弱影响下，疫情期间业务表现承压。1) **客需层面**，疫情期间宏观经济承压态势下，保险产品作为非必要消费品需求天然下降，落地到微观层面体现为居民收入下降、储蓄偏好提升。在此情况下，保障类、储蓄类产品需求分化：i) 保障类产品作为非必要消费品，需求天然下降；ii) 储蓄类产品在银行理财、基金产品表现承压的态势下吸引力进一步凸显。2) **供给层面**，疫情期间线下触客渠道受阻，增员难+人力清虚影响下代理人队伍规模大幅缩减，导致客户服务供给下降。随着宏观经济复苏，我们认为下阶段供、需有望实现

双向改善，中期来看，公司人身险业务的复苏态势有望延续：1) 人均产能有望持续提升，助力收入提振、队伍规模趋稳；2) 保障类产品需求有望逐步恢复，助力 NBVM 企稳；3) 储蓄类产品尚处于发展初级阶段，有望持续贡献业务增量。

1) 趋势 1: 人均产能有望持续提升，助力收入提振、队伍规模趋稳

人均产能优化态势有望延续。一方面，历经三年改革转型后，寿险代理人队伍由金字塔型向纺锤形变化，队伍结构优化有望助力人均产能提升；同时，公司严把增员关，优化日常管理，有望形成正反馈循环；另一方面，经济复苏有望带动保险需求缓步恢复，为产能提升创造潜在空间。

从微观角度来看，我们认为收入水平是影响代理人增员及留存的核心因素，横向对比来看公司优势显著。在人均产能提振的趋势下，代理人收入水平有望实现增长，进而助力稳留存、提增员。细分来看，下阶段影响代理人增员的主要因素有望实现边际改善：1) 代理人收入有望提升：随着保险产品需求逐步提升，产品销售难度有望下降，助力代理人收入提振；在中国平安的综合金融模式下，寿险代理人除可销售寿险产品外，还可以同时代销其他产品，非保险产品销售收入占比可观，横向对比来看增员及留存优势较为明显；2) 择业风险偏好有望提升：前期疫情影响下，就业风险偏好下降，保险代理人无底薪、收入波动较大，候选人在择业过程中的偏好较低；随着宏观环境的改善，择业风险偏好有望增强，带动代理人增员表现持续改善。

2) 趋势 2: 保障类产品需求有望逐步恢复，助力 NBVM 企稳

聚焦价值是公司长久以来的经营目标，推动公司在行业发展期实现 NBV 的高增。聚焦这一目标，中国平安自上而下构建出一系列经营抓手：1) 目标客户聚焦中产客群；2) 核心产品组合聚焦高价值产品；3) 考核聚焦 NBV 及新单达成表现。站在当前时点，我们预计宏观经济修复有望带动保障类产品需求提振（滞后指标），叠加增员复苏打通新客获客渠道，助力保障类产品销售逐步恢复；若保障类产品销售如期恢复，预计公司 NBVM 有望实现同比改善。

我们认为，新客获客是影响险企保障类产品销售的核心因素之一，具体来看：1) 一般情况下，人身险公司在新客获客后首先销售的是保障类产品，主因在于同等条件下，保障类拳头产品 NBVM 及佣金率水平高于储蓄类产品，面向新客销售保障类产品是公司以价值为导向和代理人以收入为导向策略的有机结合；2) 基于以上经营策略，存量客户基本均持有保障类产品保单，由于保障类拳头产品提供长期保障，加保空间较小，二次销售保障类产品难度大、空间小。

我们认为，下阶段保障类产品销售复苏主要来自两方面：1) 增量潜在目标客户的获取，这部分主要来自于增员改善，新人入司带来为公司带来此前尚未触达的新客户；2) 现存潜在客户收入改善带动保险需求提振（滞后指标），中国平安聚焦中产客户，疫情期间这部分人群的收入受到的影响更大，预计下阶段公司业绩复苏表现有望占优。

2) 趋势 3: 储蓄类产品需求有望持续释放，持续带来业绩增量

我们认为储蓄类产品仍处于发展初级阶段，有望持续贡献新单增量。在资管新规全面落地后，保险产品的独特“保本”优势持续显现，下阶段或将逐步发展形成广义上大财富管理中的重要一环，渠道合作伙伴（银行保险渠道）的重视程度也有望持续提升。产品预定利率下调落地后，预计短期内产品销售出现一定波动，但我们认为不会影响储蓄类产品的发展“大势”，具体来看：i) 预计产品吸引力依然稳健：站在客户角度，定价利率调降后，

我们预计增额终身寿产品 irr 降幅与定价利率降幅相近(irr 或将降至 2.6%-2.7%区间);ii) 预计对客户的直观冲击有限:产品设计相对复杂,利益演示表展示方式聚焦账户价值,预计对客需的直观冲击相对有限。另一方面,横向对比来看,我们认为中国平安在客需把握、产品设计及营销推进方面独具优势,业务布局前瞻性较强,能够及时洞察客需及市场趋势变化,预计在产品切换期间优势有望持续显现。

3.2.2 EV折价表现: 营运经验偏差、投资经验偏差有望持续改善

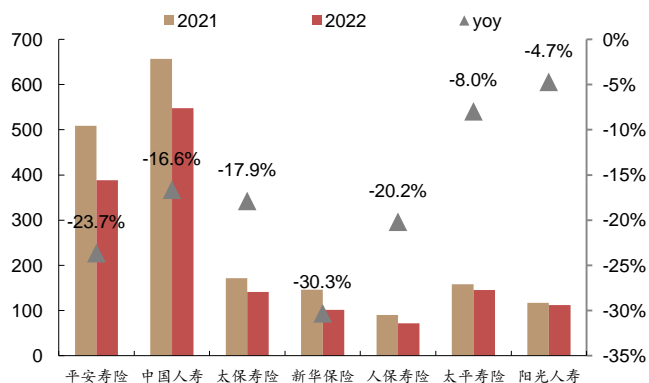
1) 营运经营偏差: 保单质量持续优化, 降本增效策略成效有望逐步显现

顺势而变,前瞻性的经营布局有望助力公司成为降本增效先行者。从这一角度出发,我们认为改革转型可以归纳为三个方面:1) 优结构:结合改革新形势调整组织架构;2) 降成本:结合客观因素变化进行资源的灵活分配,优化经营效率;3) 提质量:提升队伍质量、提升业务质量。

受代理人队伍规模下降及产品结构变化影响,险企佣金及手续费支出同比降幅明显,业务及管理费表现分化,中国平安的支出降幅位居前列。细分公司来看,2022年佣金及手续费支出新华保险(yoy-30.3%)、平安寿(yoy-23.7%)、人保寿(yoy-20.2%)、太保寿(yoy-17.9%)、国寿(yoy-16.6%)、阳光寿(yoy-4.7%);业务及管理费方面,太平寿(yoy-14.6%)、平安寿(yoy-10.3%)、新华(yoy-8.8%)、阳光寿(yoy-3.0%)、国寿(yoy-1.8%)、太保寿(yoy-1.7%)、人保寿(yoy+1.1%)。

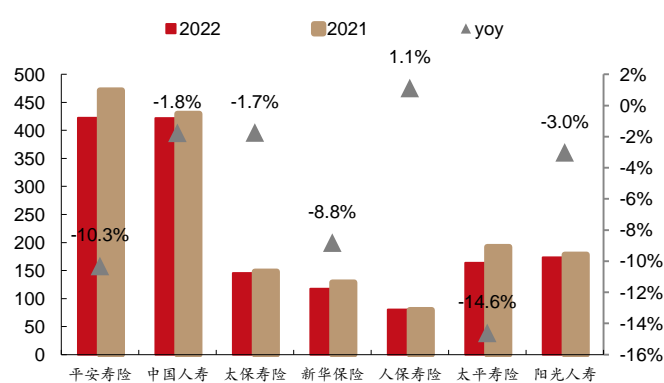
新单口径下运营效率指标提升,NBVM下降致使多数险企NBV口径运营效率指标下滑。我们将运营效率指标定义为新单及NBV/(佣金及手续费支出+业务及管理费支出),新单口径下运营效率指标人保寿险3.05(yoy+5.4%)、太保寿险2.32(yoy++51.5%)、新华保险1.98(yoy+21.4%)、中国人寿1.91(+17.7%)、平安寿险1.71(+11.9%)、太平寿险1.32(yoy+32.2%)、阳光人寿1.22(+7.8%);NBVM下降致使单位成本价值产出水平下降,但横向对比来看,公司表现位居前列,NBV口径下运营效率指标中国人寿0.37(yoy-9.9%)、中国平安0.36(yoy-8.1%)、太保寿险0.32(yoy-23.4%)、太平寿险0.24(yoy-7.3%)、人保寿险0.18(yoy-7.9%)、新华保险0.11(yoy-49.2%)、阳光人寿0.11(yoy+3.9%)。

图 65: 上市险企佣金及手续费 (亿元) 同比下降



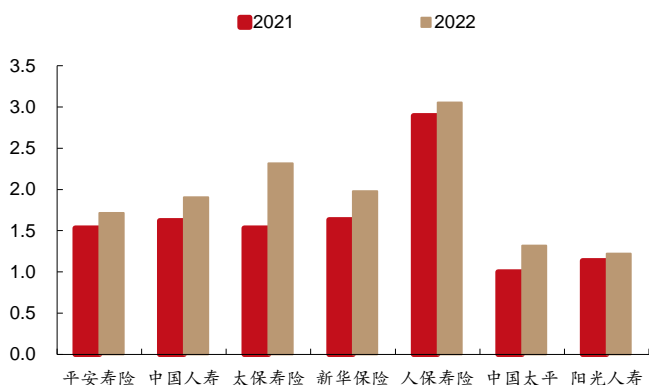
资料来源: 各公司财报, 西部证券研发中心, 太平寿险为港元

图 66: 上市险企业务及管理费支出(亿元)



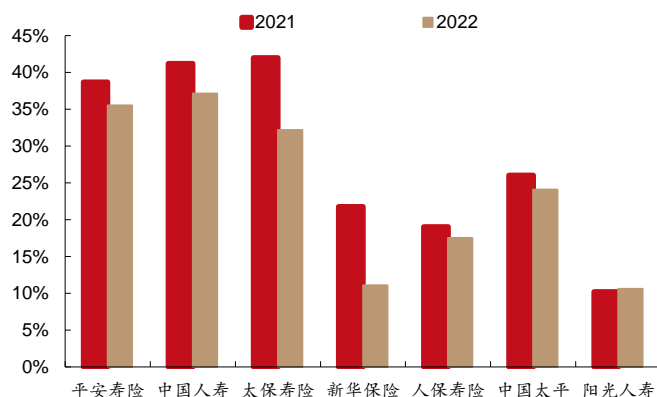
资料来源: 各公司财报, 西部证券研发中心, 太平寿险为港元

图 67：上市险企新单口径下运营效率指标同比提升



资料来源：各公司财报，西部证券研发中心，使用新单保费/（佣金及手续费支出+业务及管理费支出）进行度量

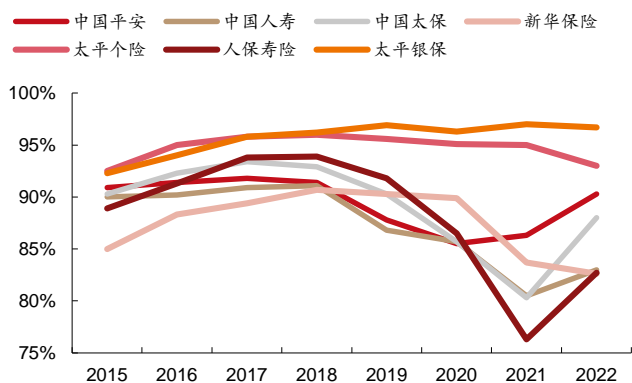
图 68：多数险企 NBV 口径下运营效率指标同比下降



资料来源：各公司财报，西部证券研发中心，使用 NBV/（佣金及手续费支出+业务及管理费支出）进行度量

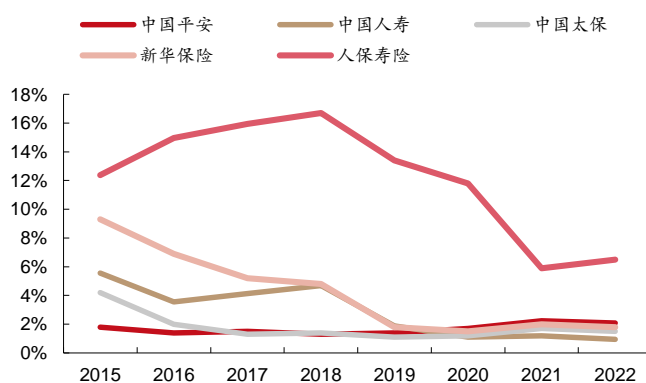
多措并举态势下，中国平安保单质量显著优化，助力内含价值中的营运经验偏差大幅改善。细分公司来看，13 个月继续率表现太平个险 93.0%（yoy-2.0pct）、阳光保险 90.5%（yoy-0.3pct）、中国平安 90.3%（yoy+4.0pct）、中国太保 88%（yoy+7.7pct）、中国人寿 83%（14 个月保单持续率口径，yoy+2.5pct）、人保寿险 82.7%（yoy+10.1pct）、新华保险 82.6%（yoy-1.1pct）；退保率表现中国人寿 0.95%（yoy-0.25pct）、中国太保 1.5%（yoy-0.2pct）、新华保险 1.8%（yoy-0.2pct）、中国平安 2.07%（yoy-0.16pct）、人保寿险 6.5%（yoy+0.6pct）。保单质量提升推动营运偏差显著改善，2022 年内含价值变动中营运经验贡献新华保险 27.96 亿元（yoy+3077.3%）、中国人保 14.41 亿元（由负转正，同比提升 18.19 亿元）、中国人寿 5.83 亿元（由负转正，同比提升 69.75 亿元）、中国太保-2.24 亿元（同比收窄 95.4%）、中国平安-16.72 亿元（同比收窄 90.0%）。从经营角度来看，人身保险公司的利润来源于三个方面，即死差、费差及利差。我们认为，公司前瞻性的业务布局及灵活性的经营策略推动下，降本增效优势有望持续显现，长期有望对费差形成正向贡献。

图 69：险企 13 个月保单继续率



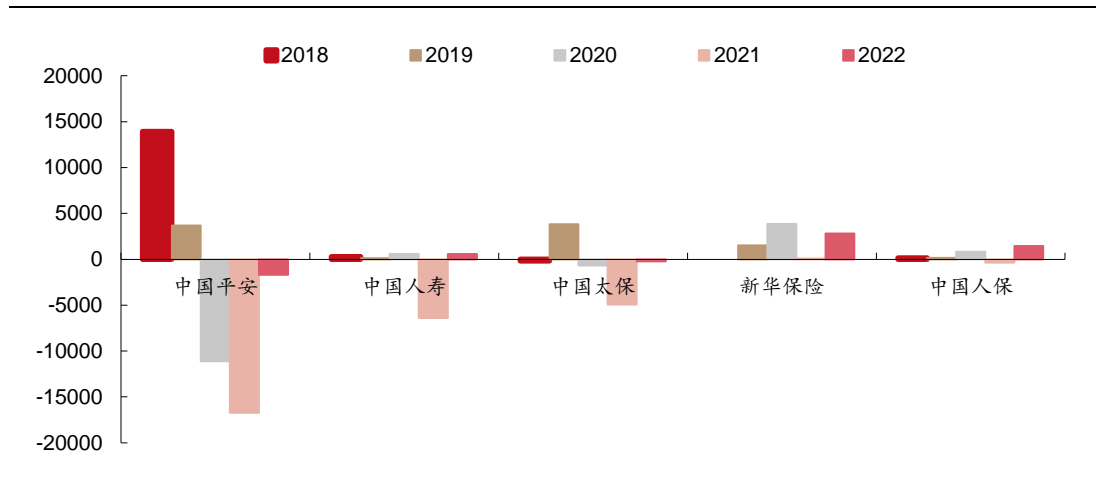
资料来源：各公司财报，西部证券研发中心，国寿为 14 个月保单持续率

图 70：多数上市险企寿险退保率同比下降



资料来源：各公司财报，西部证券研发中心

图 71：中国平安 EV 中营运经验贡献明显改善（百万元）



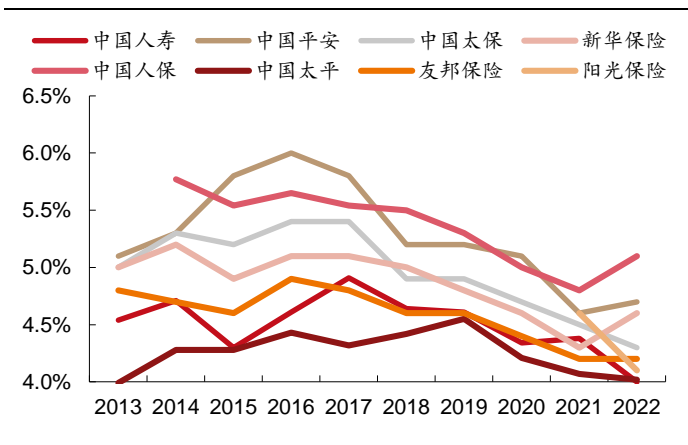
资料来源：各公司财报，西部证券研发中心

2) 投资经验偏差：投资端长期表现占优，过去十年投资经验偏差累计实现正贡献

投资端长期表现高于精算假设，位居可比同业前列，在一定程度上体现出公司的长期投资能力。拉长期限来看，公司过去 10 年投资收益率位居可比同业前列，2013-2022 年公司总、净投资收益率均值分别为 5.28%、5.27%，分别位于上市险企（其中中国人保为 2014-2022 年均值）的第 2 位、第 4 位，均高于精算模型中的投资收益率假设（5%）。受市场波动影响，公司 2022 年总投资收益率和净投资收益率分别下滑 1.5pct 和 0.2pct 至 2.8%和 4.9%。从内含价值变动角度看，虽然近年来受市场及投资项目表现影响，内含价值变动中投资经营偏差出现一定波动，但过去十年累计实现 58.15 亿元的正贡献，在一定程度上体现出公司的长期投资能力。

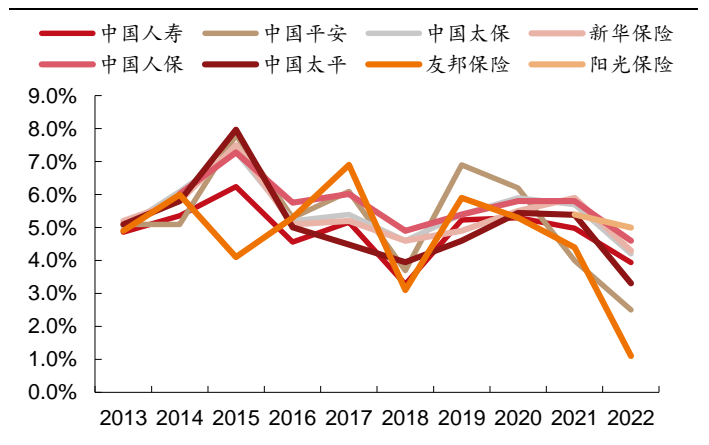
资产、负债匹配性持续增强。公司投资端秉承“双哑铃”型结构，在战略布局的基础上深度挖掘战术投资机会，深度关注资产、负债匹配情况。公司持续提升固收类资产久期，有效压降资产、负债端久期差，2020 年公司固收类资产久期升至 11.1 年，资产、负债久期差收窄至 4.2 年，较 2015 年水平分别提升 3.9 年、降低 3.8 年。截至 2022 年末，中国平安固收类资产投资占总投资资产的 13.2%；与 21 年末相较，投资资产中现金 / 债权 / 股权 / 长期股权投资 / 投资性物业占比+0.5pct / -0.5pct / -0.6pct / +0.6pct。

图 72：上市险企净投资收益率



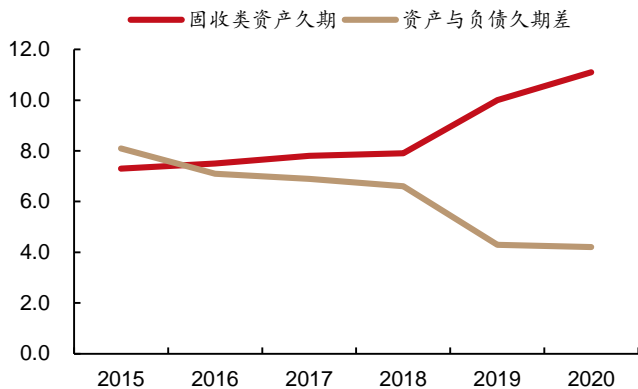
资料来源：各公司财报，西部证券研发中心

图 73：上市险企总投资收益率



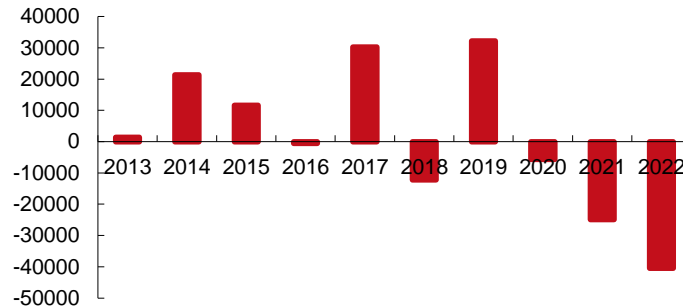
资料来源：各公司财报，西部证券研发中心

图 74：固收类资产久期、资产与负债久期差



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 75：中国平安内含价值变动中的投资经验差异（百万元）



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

3.2.3 资产端风险：地产行业边际改善态势下持续受益的核心标的

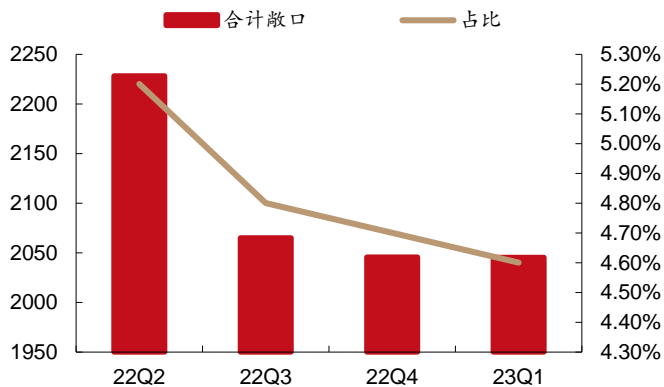
资产端地产风险缓释，提振市场信心。2022年11月，“金融16条”的发布明确允许房企债务展期并加大对房企融资支持力度，房地产行业“三只箭”先后落地，从信贷、债券、股权三个融资渠道给予支持，助力改善地产企业的资金面，资金主要用于偿还金融机构债务、“保交楼”，险企投资端有望受益。

地产行业利好政策持续出台，市场对公司资产端风险的担忧实现实质性缓释。2021年以来，地产风险是萦绕在中国平安上方的一团乌云，伴随着负债端改革转型带来的阶段性业务承压导致公司估值中枢大幅下挫。我们认为，在地产行业顶层导向明确的态势下，行业有望演绎“预期反转 - 政策落地 - 供需改善”三个阶段。市场对于公司资产端风险的担忧主要聚焦于地产敞口，作为地产公司的债权人及股东，有望持续受益于地产行业边际改善实现“预期改善（资产端进一步计提大额减值的可能性显著降低）带来的估值修复-资产端边际改善带来的估值修复”。

华夏幸福债务重组持续推进，预计减值计提已经相对充分。公司前期披露对华夏幸福的股权投资为180亿元，表内的债信投资为360亿元，合计敞口540亿元。截至2022年末，公司对华夏幸福的长期股权投资为25.22亿元，测算计提减值规模约为443亿元（21H1后仅考虑股权减值），计提比例约为82%，预计减值计提已经相对充分。

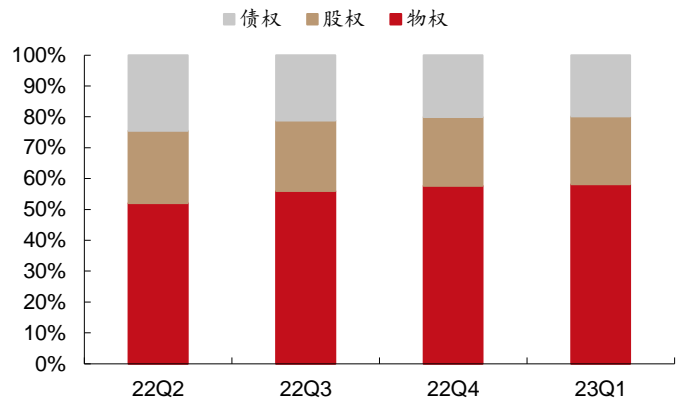
险资配置中地产敞口稳中略降，物权类资产占比超五成。截至2023年3月末，公司投资组合规模超4.49万亿元，较年初+3.1%；其中，不动产投资余额2045.41亿元，占比qoq-0.1pct至4.6%，较22Q2下降0.6pct；其中，物权占比处于绝对主导，与负债端长久期的特质相契合，截至2023年3月末，物权/股权/债权占比分别为58.1% / 22.0% / 19.9%。

图 76：中国平安投资端地产敞口及占比



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 77：中国平安地产敞口资产结构



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

3.3 长期空间：关注前瞻性业务布局步入收获期带来的业绩及估值提升空间

我们认为，保险行业仍处于发展的初级阶段——即以产品销售为主导的发展阶段，行业长期增长空间依然广阔：1) 人身险方面：医疗保障+养老储蓄双引擎，预计商业保险产品将在建立健全多层次医疗、养老保障体系进程中发挥重要作用；2) 财产险：成熟业务受益于马太效应，费用管控能力有望持续凸显；新技术、新场景催化下，新的保障需求有望持续带来的新的业务增量。

横向对比来看，保险隶属于广义上的大财富管理生态圈，基于产品特性分析，保险在居民财富管理中扮演的角色在本质上是无可替代的，但受到前期销售模式及社会舆论的影响，其作用尚未得到大范围的显现：1) 风险分散作用：如健康险助力有效规避因病致贫、因病返贫的风险，终身寿险及终身年金，有效分散长寿风险；2) 资产保值增值：储蓄类保险产品长期资产保值增值、财富传承方面扮演关键角色，在资管新规全面落地后，“保底收益”优势进一步显现，有效抵御潜在的利率下行风险；3) 风险隔离作用：从落地场景来看，保险产品同样可以在资产风险隔离方面扮演独特角色。

在行业逐步由销售驱动型向客需驱动型模式转型的过程中，头部公司优势有望进一步凸显，中国平安具有多重优势：

1) 前瞻性的业务布局：公司对于“产品+服务”的业务模式布局具有先发优势，在持续扩充完善大健康、大养老生态圈的同时基于客户需求分析创新性的提出了“创造中国的HMO”的一体化医疗健康管理服务、高端养老社区服务及“拼多多+美团”模式的居家养老服务，预计成效有望逐步显现；

2) 灵活的产品策略：市场化的经营模式助力公司形成基于客需变化灵活调整的产品策略，有效满足市场需求。以疫情期间为例，在代理人供给下降、保障类产品需求疲弱、权益市场大幅波动、理财产品全面净值化转型的情况下，公司充分把握市场环境变化，确立了以增额终身寿为拳头产品的产品组合，有效缓解了重疾险销售下滑带来的业绩压力，预计下一阶段公司的客需洞察及产品优势有望持续显现。

3) 相对成熟的业务协同：全牌照优势凸显，多年综合金融运营经验为公司业务协同高效协同奠定坚实基础，新的合作方式有望创造新的业务增量。以公司的银行、保险、信托合

作为例，平安银行与平安人寿创新性的“银行优才队伍”在业内无出其右，平安银行、平安人寿、平安信托在保险金信托领域进行深入合作，有效降低信托门槛、提升保险产品吸引力、满足银行中高净值客户需求，进一步提升客户黏性。

3.3.1 “保险+服务”模式：有望为业绩及估值带来新的增长引擎

1) 医疗健康生态圈：“线上+线下”医疗布局，构建“疾病预防-诊断-治疗-康复”闭环

中国平安自 2015 年开始布局“医疗健康生态圈战略”，致力于打造中国版“管理式医疗模式（HMO）”，将差异化的医疗健康服务与作为支付方的金融业务结合，为个人及团体客户提供一站式医疗健康服务，赋能金融主业。平安健康的成立标志着医疗生态圈建设已见成效。截至 2023 年 3 月末，在平安近 2.29 亿个人客户中，有超 64% 的客户同时使用了医疗健康生态圈提供的服务。

图 78：致力于打造中国版“管理式医疗”——为客户提供差异化、一站式医疗健康服务



资料来源：中国平安 2022 年业绩发布会材料，西部证券研发中心

i) 支付方：针对个人和团体客户开发差异化产品

公司强大的个人及企业获客渠道、销售渠道成为其在支付方的优势。1) 个人端：公司借助平安好医生、平安寿险、平安健康险、银行等渠道提供医疗健康服务；2) 企业端：通过平安养老险、平安财险、平安健康险及集团团金渠道服务企业客户，帮助企业员工更好地管理医疗健康开支。

在中高端个人客户服务方面，平安聚焦“保险+健康”产品，于 2021 年推出“平安臻享 RUN”健康服务计划，为客户提供健康、亚健康、医疗、慢病、重疾五大场景下全方位健康管理服务。2022 年 9 月，“平安臻享 RUN”的服务内容在互动式健康管理的基础上进行升级，为客户提供全生命周期的医疗健康服务，健康服务计划具备“特色体检、在线问诊、门诊预约协助及陪诊、控糖管理和重疾专案管理”五大亮点服务。

- i. **特色体检服务**：通过专业健康测评为客户推荐个性化体检方案，联合头部体检机构提供专项深度检测、一对一专业报告解读等服务，帮助客户早预防、早发现、早治疗。“特色体检”具有测评准、覆盖全、检测专、解读优四大优势，为客户提供检前、检中、检后的全流程专业服务。
- ii. **在线问诊服务**：由资深医生团队为客户提供实时医疗健康咨询、用药就医建议及康复

调理指导等服务，并可根据客户病情开具处方、送药上门，打造“求医问药”的一站式解决方案。线上医生提供7*24小时服务，可60秒内响应客户需求。截至2022年9月，该服务已累计问诊寿险用户超1.2亿人次。

- iii. **门诊预约协助及陪诊服务为客户提供导医、导诊服务：**可根据患者情况推荐适合的医院及科室，同时协助预约副主任及以上专家门诊，并可安排专人就医陪诊，助力解决客户问诊、挂号及就医等问题。截至2023年3月，平安健康服务网络覆盖全国324个城市，1967家三甲医院。
- iv. **控糖管理服务：**依托由专业临床医生、国家注册营养师、心理咨询师、资深健康管理师组成的“四师团队”，为客户定制个性化控糖方案，引导客户健康饮食、合理运动，并通过实时监测、定期随访等手段帮助客户科学减重，稳定血糖指标，养成健康生活习惯，预防并发症发生。2021年以来，已有超70万人体验控糖管理服务，用户满意度达98.54%，血糖达标率达78.75%。
- v. **重疾专案管理服务：**配备了由原三甲副主任医生领衔、平均十年以上临床经验的重疾专案管理师。当客户疑似或罹患重疾时，由重疾专案管理师根据客户病情，在诊断、治疗、康复全流程中，主动、多角度为客户提供专业医学指导。

在大中型企业客户服务方面，平安深度研发“商业保险+健康保障委托+医疗健康服务”产品，为客户提供保障全面、服务优质、性价比高的企业员工健康管理服务体系。截至2022年末，公司覆盖企业客户超5.5万家，服务企业员工数超2500万。

ii) 整合方：构建一站式服务平台

作为集团医疗健康生态圈的线上旗舰，平安健康致力于构筑一站式的生态平台和专业医患桥梁，打造“管理式医疗+家庭医生会员制+O2O医疗健康服务”的商业模式，通过专属家庭医生团队提供会员制医疗健康服务，覆盖咨询、诊断、诊疗、服务全流程。2022年平安健康实现营业收入61.60亿元，净亏损同比减少60.5%至6.08亿元人民币，截至2022年末，平安健康累计付费用户数近4300万。

平安健康已搭建包括皮肤科、儿科、中医等九大专科的在线诊疗平台，患者可以通过图文、语音、视频等方式进行远程问诊，节省了线下问诊的排队时间；针对疑难杂症，支持开展远程会诊；同时，通过给建立健康档案并定期随访，帮助用户进行疾病预防。线上专科诊疗平台成立以来，无一例重大医疗事故，用户月度五星好评率保持在98%以上。

图 79：平安健康“3+1+3”模式



资料来源：平安健康官网，西部证券研发中心

图 80：平安健康生态旗舰定位



资料来源：平安健康官网，西部证券研发中心

图 81：平安健康管理式医疗模式



资料来源：平安健康官网，西部证券研发中心

iii) 供应方：积极整合线上、线下医疗资源，致力于进一步完善生态圈布局

自营旗舰资源使得公司服务有效构建差异化竞争优势。公司通过布局综合医院、体检中心、医学检验中心、影像中心等业务板块提升服务水平，优化稀缺医疗资源分配，塑造差异化竞争优势。公司持续完善多元化医疗资源布局，2022年10月28日，首批高端健康管理中心作为试点标杆在北京、深圳两地挂牌成立，截至2022年末，公司已布局14家健康管理中心。公司于2022年末完成了对北大医疗集团收购，将其下属的6家三甲医院、特色专科医疗机构及其他优质资源融入现有的医疗健康生态，进一步深化医疗产业布局。

在合作网络方面，公司整合国内外优质资源，提供“到线、到店、到家”网络服务，覆盖医疗服务、健康服务、商品药品等资源。截至2022年末，公司国内外部签约医生超4.5万人，合作医院数超1万家，已实现国内百强医院和三甲医院的100%合作覆盖；合作健康管理机构数超10万家；合作药店数达22.4万家，全国药店覆盖率超38%。公司海外的合作网络已经覆盖全球16个国家，包括超1000家海外医疗机构。丰富的医疗健康资源及全面的医疗生态圈闭环布局有望进一步赋能保险主业，构筑差异化的竞争优势，提升客均价值、客户黏性及新客获客能力。

医疗健康生态圈通过获客及黏客反哺金融主业。截至2022年末，在公司超6.93亿互联网用户中，有超65%的用户同时使用医疗健康生态圈提供的服务；在公司近2.27亿的个人客户中，有近64%的客户同时使用了医疗健康生态圈提供的服务，其客均合同数约3.41个、客均AUM约5.45万元，分别为不使用医疗健康生态圈服务的个人客户的1.6倍、3.0倍。

2) 养老服务生态圈：立足高净值、超高净值人群，居家养老+养老社区双轮驱动

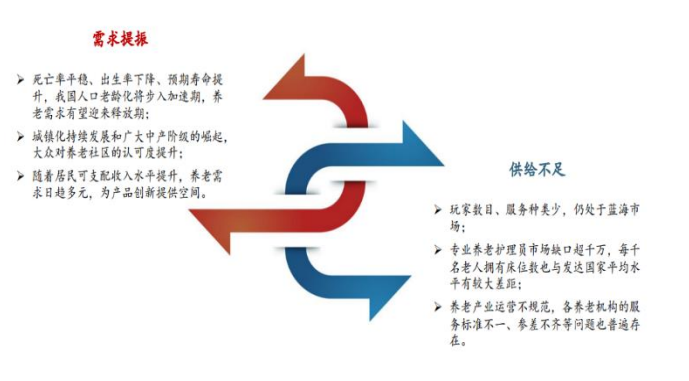
近年来，随着人口老龄化态势加速，保险公司结合市场需求进一步聚焦“产品+服务”生态圈建设，在项目布局及销售推动等多个环节持续优化。我们认为，虽然康养生态圈尚处于发展初级阶段，但从供需缺口、经营策略及准入门槛等方面来看，养老产业布局有望实现长期发展。

供需分析：供不应求，养老产业有望迎来长线发展。人口老龄化、少子化趋势持续，预期寿命持续提升态势下银发经济有望随人口结构变化迎来快速发展。我们认为，中长期来看，养老产业是增速确定性最强的赛道之一。**i) 需求提振：**死亡率平稳、出生率下降、预期寿命提升，我国人口老龄化将步入加速期，养老需求有望迎来释放期；城镇化持续发展和广大中产阶级的崛起，大众对养老社区的认可度逐步提升；随着居民可支配收入水平提升，养老需求日趋多元，为产品创新提供空间。**ii) 供给不足：**玩家数目、服务种类少，仍处于蓝海市场；专业养老护理员市场缺口超千万，每千名老人拥有床位数也与发达国家平均水平有较大差距；养老产业运营不规范，各养老机构的服务标准不一、参差不齐等问题也普遍存在。

投入大、门槛高，早期入局玩家有望深挖护城河。目前养老产业的一体化服务主要聚焦养老社区，是一种以重资本为主的经营模式，准入门槛较高。险企对相关产业的布局较早，具有先发优势。

聚焦高净值客群，在养老社区的基础上衍生出居家养老、旅居养老等多元化产品。基于客户消费能力及项目营利性考虑，多数险企养老服务的目标客群为高净值人群，以建设满足养老、健康管理、医疗、社交、娱乐需求的一体化综合服务社区为基础产品，同时聚焦客需，推出居家养老、旅居养老等创新服务模式。

图 82：受益于人口结构变化，养老产业有望迎来长线发展



资料来源：西部证券研发中心绘制

图 83：产品销售+养老社区/居家养老服务模式



资料来源：西部证券研发中心绘制

客户资源丰富，经营策略明晰，中国平安结合客需创造性提出“居家养老”的一站式服务解决方案。我们认为，公司在养老布局方面独居优势：1) 明确的经营目标为业务发展奠

定坚实基础：聚焦高净值、超高净值客群，关注业务收益表现，与寿险聚焦价值经营的策略相匹配；**2) 基于客需的创新服务模式：**覆盖轻、重资产经营模式，在养老社区的基础上根据我国居民需求创新性地提出居家养老服务。

图 84：中国平安的养老布局始于 2012 年

中国平安养老布局			
养老项目	浙江桐乡平安养生养老综合服务社区	“平安臻颐年”康养品牌	居家养老品牌“平安管家”
布局时间	2012年	2021年	2022年
运营模式	租赁+出售模式	重资产布局	轻资产布局
经营目标	集生活、疗养、田园、休闲为一体的全龄化全配套养生养老社区	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（持续照料退休社区）综合康养社区。	秉持“老人舒心，子女放心，管家专心”的核心价值主张，将通过“三位一体的养老管家”、“10大服务场景”和“1套监督体系”，为长者提供高品质的养老解决方案。
运营模式	项目合作方为瑞金医院、三星生命、耀华国际学校	依托平安好医生、北大医疗资源进行线上、线下照护服务	整合内外部资源，平安好医生、北大医疗可进行线上、线下医疗健康管理服务，通过与第三方平台合作可提供到家服务
项目布局	社区由高桥和乌镇两个地块组成，总建筑面积约150万平方米；其中，会员型养老公寓建筑面积30万平方米，由平安不动产自持经营，只租不售。	2022年3月、11月“颐年城·蛇口”、广州颐年城发布；2023年2月，上海颐年城落地，未来还将于杭州、北京推出城市项目。	平安管家已经完成8大场景、300余项服务的构建，覆盖全国30余个主要城市。已有超过1万名客户获得居家养老增值服务资格，超过3000名客户开启服务体验
投资规模	170亿元	n/a	n/a

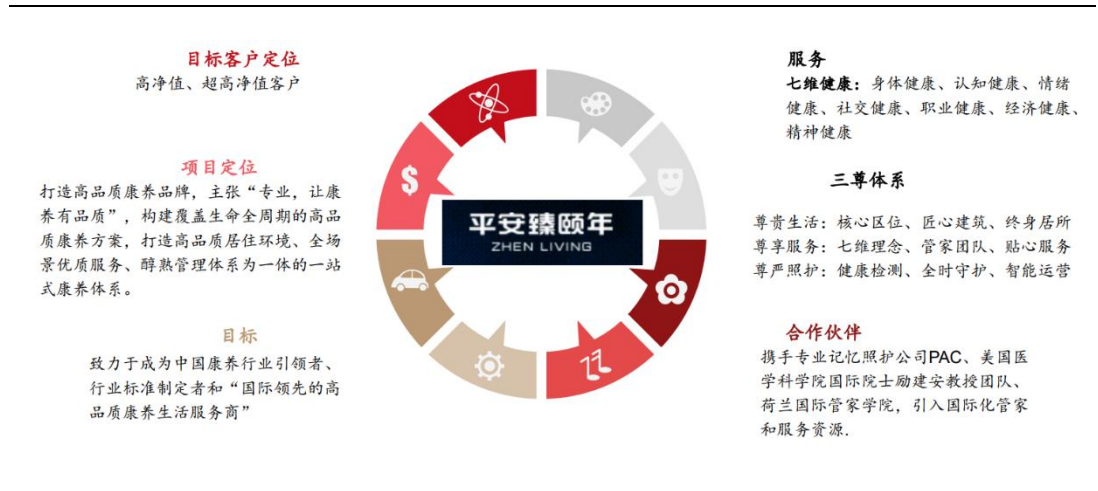
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

1) “平安臻颐年”：打造标杆式高端养老社区

聚焦高净值人群，秉持行业高标准打造养老服务标杆。2021年5月9日，中国平安发布“平安臻颐年”康养品牌及首个高端产品线“颐年城”，旨在通过“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。“臻颐年”康养品牌从高端综合康养社区切入，推出高端康养产品系列“颐年城”，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结合综合体项目，以精细照护、科技医疗及保险金融为依托，通过康养社区入住权益和保单相结合的方式经营，客户投保“臻颐年”体系产品，即可享受按照“臻标准”服务体系打造的涵括臻稀地段、臻致服务、臻品产品、臻享权益、臻心保障的一流品质康养生活体验。

加快布局脚步，多个项目在粤港澳大湾区接连落地。首个“颐年城”社区——深圳蛇口颐年城项目于2022年7月25日顺利举办奠基仪式，全面启动施工；第二个“颐年城”社区——广州颐年城项目已于2022年11月正式对外发布。逸享城产品线于2022年10月对外发布，首个项目落子佛山，初步完成大湾区业务布局。根据公司规划，未来“臻颐年”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，建设市中心主动健康综合康养社区，致力于打造行业标杆项目。

图 85：中国平安“臻颐年”服务模式



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

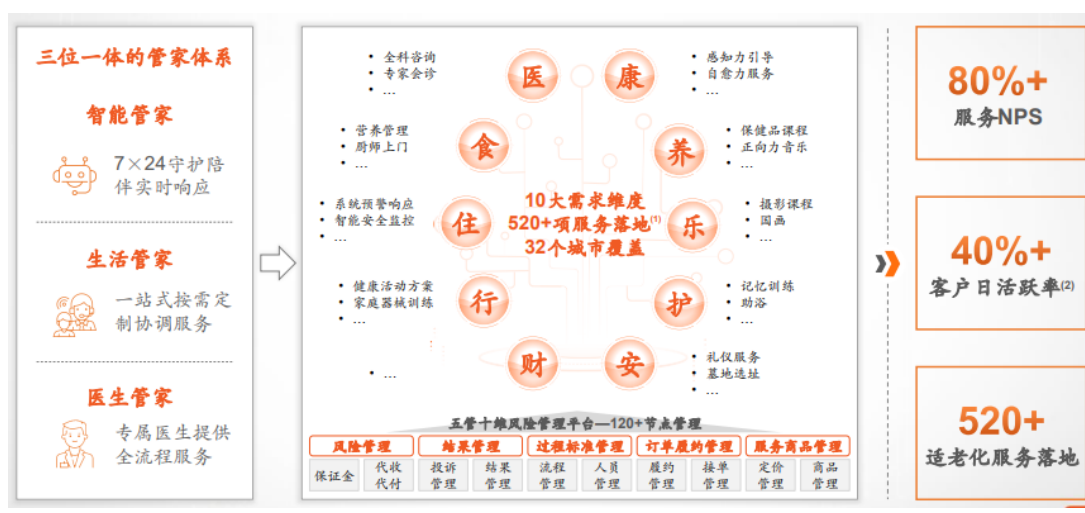
2) 居家养老服务：把握客需，拼多多+美团模式深挖护城河

公司聚焦客户需求，基于我国老年人倾向于“居家养老”的偏好，在养老社区的基础上创新性的率先推出“产品+居家养老服务”，旨在为老龄人群在舒适的环境中提供优质的照护服务。

“拼多多+美团”相融合的商业模式，充分发挥公司经营及客户优势。1) “拼多多模式”获取服务：代表中高端的客户集采养老照护服务，作为统一采购方，公司的议价权较高，预计获取的服务性价比更高，并有利于对服务质量实现统一把控；2) “美团模式”提供服务：公司对每一个商户服务有多个维度的评判标准，致力于将优质服务送到需要的客户家中，与美团类似，但服务模式更加复杂。

中国平安通过整合内外部服务商，旨在为客户提供“老人舒心、子女放心、管家专心”一站式居家养老服务。通过智能管家、生活管家、医生管家，以“三位一体”管家实现7*24小时服务客户，1) 智能管家：7*24 守护陪伴实时响应；2) 生活管家：一站式按需定制协调服务；3) 医生管家：专属医生提供全流程服务。同时，公司整合医、住、护、食、乐等十大场景服务，致力于构建一站式的居家养老建议解决方案，配合严密的服务监督体系，保障客户权益，帮助长者实现有尊严的居家晚年生活。截至2022年末，平安居家养老服务已覆盖全国32个城市，服务项目超520项，超2万名客户获得居家养老服务资格，客户满意度方面，使用居家养老服务的NPS>80%，2022年12月平均客户日活跃度超过40%，客户整体评价良好。

图 86：平安居家养老十维风险管理平台



资料来源：中国平安 2022 年业绩发布会材料，西部证券研发中心

3.3.2 综合金融模式：前瞻性的综合金融布局助力大财富管理业务扬帆远航

1) 牌照完善，市场稀缺的综合金融玩家

前瞻性的业务布局为中国平安的综合金融模式深挖护城河。早在 1992 年 9 月（成立第 4 年），公司在第二届董事会上提出打造以保险为主的综合金融集团的构想。随后，公司在深度聚焦保险主业的基础上持续拓展业务范围，逐步覆盖财险、寿险、证券、信托，并在内部探索建立金融控股架构的计划。2002 年，国务院年批准平安集团、中信集团、光大集团开展综合金融控股集团试点，标志着中国平安正式迈入综合金融生态圈建设的新纪元。

中国平安目前市场上金融牌照最为齐全的公司，业务范围覆盖保险、银行、证券、保险资管、基金、期货、信托、金融租赁等多个细分领域，具体来看：

1) 保险方面：业务覆盖人身险、财产险及保险经纪业务，i) 人身险：集团旗下涵盖平安人寿、平安健康险、平安养老险三大子公司覆盖寿险、健康险及养老险业务；以保费收入口径计算，平安人寿为我国第二大人身险公司；**ii) 财产险：**集团旗下涵盖平安财险及平安保险（香港）；以保费收入口径计算，平安财险为我国第二大财险公司；**iii) 保险经纪：**通过平安保险代理等子公司经营。

2) 银行：集团旗下涵盖平安银行、平安理财，平安银行为我国头部股份行之一；

3) 证券：集团旗下涵盖平安证券、方正证券、方正承销保荐等；

4) 资管及多元金融：业务覆盖保险资管、基金、期货、信托、消费金融等。i) 保险资管：通过平安资管及平安资管（香港）等子公司经营；**ii) 基金：**集团旗下涵盖平安基金、方正富邦基金；**iii) 期货：**通过平安期货经营；**iv) 信托：**通过平安信托经营；**v) 租赁：**通过平安融资租赁等子公司经营；**vi) 消费金融：**通过陆金所、平安普惠等子公司经营。

5) 其他业务：主要业务包括不动产投资及物管、科技、互联网医疗业务等。i) 不动产：主要子公司包括平安不动产、平安置业等；**ii) 科技：**主要通过平安科技经营；**iii) 互联网医疗：**主要通过平安健康经营。

图 87：中国平安金融牌照优势显著，子公司有效覆盖各个细分领域，为业务协同奠定基础

保险	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 人身险：平安人寿、平安健康险、平安养老险 ➢ 财产险：平安财险、平安保险（香港） ➢ 保险经纪：平安保险代理等
银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 平安银行、平安理财
资产管理 & 多元金融	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 保险资管：平安资管、平安资管（香港） ➢ 证券：平安证券、方正证券、方正承销保荐 ➢ 基金：平安基金、方正富邦基金 ➢ 期货：平安期货 ➢ 信托：平安信托 ➢ 租赁：平安融资租赁 ➢ 消费金融：陆金所、平安普惠
其他	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 不动产：平安不动产、平安置业 ➢ 科技：平安科技 ➢ 投资咨询：平安创赢资本

资料来源：公司财报，西部证券研发中心

2) 大财富管理浪潮下，公司的综合金融优势有望持续显现

随着大财富管理时代的加速到来，面向客户的服务模式也逐步由单一金融产品销售向“一个客户+N个产品”的综合金融解决方案转型，我们认为，在行业发展的新阶段，公司综合金融经营模式优势有望持续显现。纵观金融行业发展历程，海内外头部金融公司都对综合金融经营模式有过诸多探索，但成功的案例屈指可数，背后既包括多条线业务经营模式下的复杂问题，也包括公司股东及利益相关方对企业短期、长期业绩目标的平衡问题。

我们认为，中国平安的综合金融模式在战略布局、客户经营、触客渠道及业务协同四个关键方面独具优势。具体来看：

- 1) **战略布局：科学、清晰的组织架构为综合金融稳步推进奠定基础。**平安集团的运营模式为管理化控股的综合金融集团，在综合性金融控股架构下，集团本部作为中国平安这艘大船航行的“舵手”，不从事具体经营业务，主要负责制定发展战略，协调资源分配，优化业务间协同。具体来看，集团从综合金融业务布局整体角度为公司发展掌舵，同时持续检视各项业务的经营情况，发掘业务痛点并提出解决方案；同时，集团从内、外部获取资源并基于战略布局、经营表现自上而下分配各子公司，有利于发挥整体优势。从风险管控角度来看，在综合性金融控股集团架构下，集团受金融监管局监管，旗下子公司受相应监管机构及集团双重监管，有效构筑风险防范的双重“警戒线”。
- 2) **客户经营：综合金融模式下，公司在新客获客、老客经营方面具有多重优势。**具体来看：
 - i) **新客获客方面：**大财富管理浪潮之下，居民、机构的财富管理需求日趋多元，对服务质量及业务办理便捷性的要求日益提升，中国平安综合金融模式“1个客户+N个产品+一站式服务”模式与客户需求有效契合，助力公司在新客获客方面形成独特优势；
 - ii) **老客经营方面：**规模庞大的存量客户资源有望贡献业务新增量。一方面，中国平安在大金融领域深耕多年，积累了丰厚的存量客户资源，为客户价值的二次发掘奠定坚实基础；另一方面，公司业务布局日趋完善，业务间协同管理趋于紧密，有助于满足存量客户随人生发展阶段变化而产生的日趋多元的金融服务需求，有助于提

升触客频率、增强客户粘性，进而推动客均价值稳步提升。

- 3) **触客渠道：多元化、全覆盖的销售网络及销售队伍为业务经营奠定坚实基础。** 受益于多元化、前瞻性的业务布局，中国平安的销售网络遍及全国，对各项业务开展及客户服务提供创造独特优势。截至 2022 年末，平安人寿在全国有 42 家分公司，拥有超过 3300 个营业网点、超过 40 万个险代理人；同时，公司的网销、电销、银保渠道遍及全国，团险渠道对企业客户形成有效覆盖。平安财险旗下拥有 43 家分公司及 2810 余家中心支公司、支公司、营销服务部及营业部，对全国客户形成有效覆盖。截至 2022 年末，平安银行在全国范围内共有 109 家分行、合计 1191 家营业机构，在职员工 44207 人（含派遣人员），为客户提供多种金融服务。
- 4) **业务协同：基于客需角度持续挖掘业务协同带来的潜在空间，消除业务痛点。** 集团从战略角度分析不同业务条线间的合作潜力，从目标考核、业务推进、项目管理、利益分配等多角度持续优化业务协同机制，助力不同条线业务间形成合力，构建深度的合作关系。以平安银行与平安人寿的战略性银保渠道布局为例，我们认为银保优才渠道实现高速发展背后的核心原因在于：i) 集团角度前瞻性的业务定位及布局助力寿、银双方目标一致，形成合力，有效解决传统银保渠道保险公司及银行目标存在差异的关键问题；ii) 业务推进方面，自上而下的检视模式为业务高效推动奠定基础，实现有效的业务管理；iii) 分工布局方面，集团基于寿、银双方优势对双方权责及利益分配做出有效管理，为业务推进铺平道路。

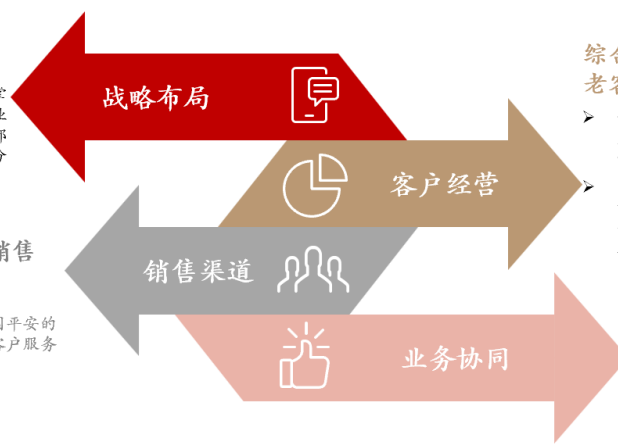
图 88：中国平安布局综合金融模式具有四大优势

科学、清晰的组织架构为综合金融稳步推进奠定基础

- 集团从综合金融业务布局整体角度为公司发展掌舵，同时持续检视各项业务的经营情况，发掘业务痛点并提出解决方案；同时，集团从内、外部获取资源并基于战略布局、经营表现自上而下分配各子公司，有利于发挥整体优势。

多元化、全覆盖的销售网络及销售队伍为业务经营奠定坚实基础

- 受益于多元化、前瞻性的业务布局，中国平安的销售网络遍及全国，对各项业务开展及客户服务提供创造独特优势。



综合金融模式下，公司在新客获客、老客经营方面具有多重优势

- 新客获客方面：“1个客户+N个产品+一站式服务”模式与客户需求有效契合，助力公司在新客获客方面形成独特优势；
- 老客经营方面：规模庞大的存量客户资源有望贡献业务新增量。综合金融模式有望提升触客频率、增强客户粘性，进而推动客均价值稳步提升。

基于客需角度持续挖掘业务协同带来的潜在空间，消除痛点

- 集团从战略角度分析不同业务条线间的合作潜力，从目标考核、业务推进、项目管理、利益分配等多角度持续优化业务协同机制，助力不同条线业务间形成合力，构建深度的合作关系。

资料来源：公司官网、公司财报，西部证券研发中心整理

3) 综合金融模式效果显著，公司、客户、营销员共享“丰收硕果”

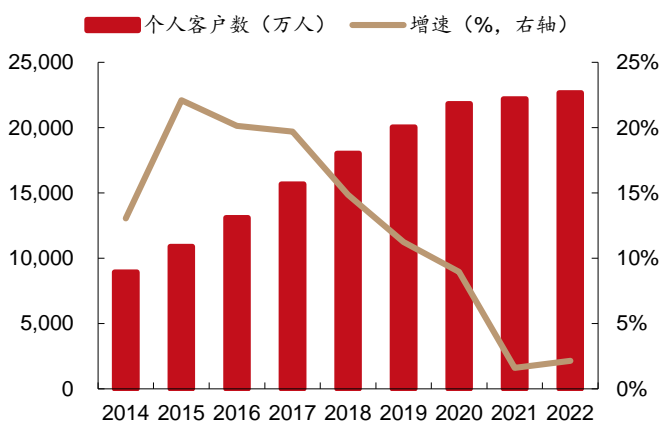
公司通过综合金融模式拓宽场景覆盖、深入场景挖掘，基于客需提供多样化的产品和服务，显著提升新客获客能力、存量客户黏性及客均价值贡献。具体来看，综合金融布局中寿险业务贡献主要营收及利润，引入庞大的客户流量；银行、证券、信托、基金等金融业务紧密协同，源源不断进行客户迁徙，通过交叉销售实现“一个客户、多个产品、一站式服务”。

- 1) **客户资源：在大基数的基数上依然保持增长。** 截至 2022 年末，中国平安个人客户数超 2.27 亿，较年初+2.1%；个人客户的交叉渗透程度不断提升，同时持有多家子公司

合同的客户在整体个人客户中占比 39.8%，同比上升 1.27pcts，较 2015 年水平提升 20.8pct；截至 2022 年末，集团互联网用户量超 6.93 亿，2022 年近 35% 的新增个人客户来自集团生态圈用户。

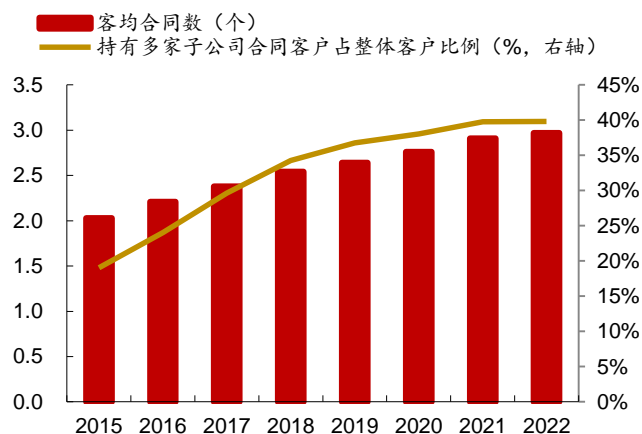
- 2) 客均价值：公司客均合同数持续增长。**2014 年客均合同数仅为 1.93 个，2022 年年末已增长至 2.97 个，并且持有多家公司合同的客户数目占比不断增长，由 2019 年的 19% 增长至 2022 的 39.8%，表明公司客户迁徙的效果显著，交叉销售水平不断提升。截至 2022 年末，使用集团生态圈服务的个人客户的客均合同数达 3.12 个、客均 AUM 约 4.45 万元，分别为其他客户的 2.4 倍、5.9 倍。
- 3) 代理人收入：综合金融为营销员带来收入增量。**2022 年公司保险代理人人均收入 7051 元/月，其中寿险收入为 5390 元/月，人均综合金融收入（非寿险公司业务达成）为 1661 元/月，占比 23.6%。
- 4) 团体客户积累：平安持续为企业、金融机构等客户提供保险保障、融资、投资等服务，**2022 年团体投融资业务累计落地规模 13615 亿元，在基建和高端制造领域落地项目总规模 4434 亿元，落地绿色投融资项目总规模 2823.63 亿元，绿色信贷余额 1164.20 亿元。

图 89：平安集团客户规模及同比增速



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 90：持有多家公司合同的个人客户占比及客均合同数



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

3.3.3 金融+科技模式：科技基因有望赋能金融、促进发展

2022 年 ChatGPT 横空出世，科技发展在应用端的布局或有望迎来“奇点”。我们认为，金融科技模式是下阶段行业内即将迎来的关键变革，中国平安受益于前瞻性的业务布局，在降本增效、促进发展方面的先发优势有望持续显现。

1) 科技赋能金融：科技基因助力降本增效

前瞻性的业务布局为公司注入科技基因，从多元渠道赋能主业，有效助力公司提升运营效率、降本增效。具体来看：

- 1) 展业方面：**继 1994 年推出个险营销员体系后，公司在 1999 年上线了“个人寿险行销支援”系统，是国内最早在个险团队推出信息系统的公司。2004 年前，公司聚焦寿险

内勤管理系统建设；2004年后，科技布局进一步覆盖外勤服务操作系统，领先同业近十年。2010年，为满足投保时效性，平安人寿上线了移动展业新模式（MIT），有效实现投保支付即时生效；2012年，平安人寿推出了支持手机端保单查询、保全变更等服务的“E服务”App（即“平安金管家”的前身）；并于2014年面向代理人推出了支持销售管理、客户管理、增员管理等模块的App“口袋E行销”。

- 2) **增员及培训方面：平安人寿搭建了“AI+代理人”模式，有效覆盖人员招募、培训等多元化场景。**2018年平安人寿AI招募代理人的覆盖数目达1195万，截至2019年末，累计覆盖人数达2307万；AI面谈参与人数方面，2018、2019年分别触发109.2万人、511.8万人。代理人助手软件“AskBob”为代理人展业及培训提供多元化支持。AskBob可以提供客户资料、购买历史、推荐产品及产品话术演练服务，帮助解答代理人在展业过程中遇到的各项问题，助力新人尽快熟悉业务流程的同时，助力实现主管减压，有望推动经营效率提升。
- 3) **业务支持方面：科技助力平安财险优化经营效率、提升客户体验。**2017年，平安财险推出“510城市极速现场勘察”服务（5-10分钟勘察员可赶到现场代为办理修车业务），随后推出“智能闪赔”服务，可提供秒级定损定价，大幅改善客户体验。

2) 科技促进发展：科技基因有望助力前瞻性业务布局持续放量

中国平安持续深化“金融+科技”、“金融+生态”战略，深入推进智能化、数字化转型，在运用科技助力金融业务提升服务效率、提升风控水平、降低运营成本的同时，大力鼓励金融科技、医疗科技创新，并将创新科技深度应用于“金融服务、医疗健康、汽车服务、智慧城市”生态圈。

- 1) **平安持续深入医疗科技研发。**截至2022年末，平安科技专利申请数累计达46077项，数字医疗专利申请数排名位居全球第一，拥有世界上最大的医疗数据库之一，精准诊断覆盖疾病4000种，并积极搭建领先的远程诊疗平台。
- 2) **在互联网医疗技术方面，平安内部研发的AI机器人AskBob赋能管理式医疗的发展。**在中国平安2022年度业绩发布会上，联席首席执行官陈颖表示AskBob阅读了超过3800万医疗文献以及大量WHO临床指南，目前不仅服务于集团旗下的平安好医生、北大医疗，同时有100余万外部医生也在使用。截至2023年2月，平安健康AskBob服务于140多万名医生，覆盖全国范围4.6万家医疗机构，每天提供的诊疗辅助决策次数达27万次，尤其在医疗资源有限的地方帮助提升医疗服务。未来AskBob将进一步赋能平安自有医疗团队和签约的合作外部名医专家，提升医生日常诊疗效率，有望借助科技端的提前布局支撑医疗健康生态圈的可持续发展。
- 3) **子公司平安科技有望助力向内赋能、向外输出。**截至2022年末，平安科技的科技专利申请数领先多数国际金融机构，累计达46077项，较年初增加7657项，位居国际金融机构前列，PCT及境外专利申请数累计达9335项；公司在人工智能技术领域、金融科技和数字医疗业务领域的专利申请数排名均为全球第一位，前瞻性的科技布局有望在下阶段“金融+科技”时代为业务发展带来新增量。

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测：预计公司23-25年归母净利润同比增速为74.1%/14.4%/12.9%

- 人身险方面,我们预计2023-2025年寿险保费收入分别为5523.39 / 5778.43 / 6162.22 亿元, yoy +1.7% / +4.6% / +6.6%。
 - 新单方面,我们预计随着内、外部因素双向改善,测算2023-2025年新单保费收入分别为1484.19 / 1626.10 / 1884.20 亿元, yoy +6.6% / +9.6% / +15.9%。
 - 续期方面,我们预计公司对保单质量的管控驱严有望助力续收表现改善,测算2023-2025年续期保费收入分别为4041.83 / 4155.47 / 4281.79 亿元, yoy+0.0% / +2.8% / +3.0%。
- 财险方面,我们预计2023-2025年保费收入3242.07 / 3595.20 / 3989.33 亿元, yoy+8.8% / +10.9% / +11.0%:
 - 车险方面,预计后续头部险企的市占率仍有提升空间,车均保费有望稳中有升,预计2023-2025年公司车险业务保费收入 yoy +7.0% / +10.0% / +10.0%。
 - 非车方面,业务竞争加剧有望逐步趋于理性,预计非车业务2023-2025年保费收入 yoy+12.5% / +12.7% / +12.8%。

我们预计公司2023-2025年营业收入分别达12069.85 / 13015.24 / 14155.08 亿元,同比分别+8.7% / +7.8% / +8.8%;公司2023-2025年归母净利润分别达1458.82 / 1668.35 / 1884.22 亿元,同比+74.1% / +14.4% / +12.9%;测算集团内含价值为15291.73 / 16529.41 / 18004.82 亿元,同比+7.4% / +8.1% / +8.9%。

图 91：中国平安盈利预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
寿险保费收入	567,281	543,014	552,339	577,843	616,222
新单保费	150,267	139,222	148,419	162,610	188,420
续期保费	417,207	404,020	404,183	415,547	428,179
财险保费收入	270,043	298,038	324,207	359,520	398,933
车险保费	188,838	201,298	215,389	236,928	260,621
非车保费	81,205	96,740	108,818	122,593	138,313
银行业务利息净收入	121,368	131,096	135,534	149,087	163,996
非保险业务手续费及佣金净收入	41,584	36,054	46,357	54,309	63,621
营业收入	1,180,444	1,110,568	1,206,985	1,301,524	1,415,508

资料来源：wind，西部证券研发中心

4.2 估值分析：公司仍处于显著低估区间，测算目标价为68.0元/股

整体来看,压制人身险公司估值的三项因素持续改善,我们认为板块估值全年有望呈现波动上修态势。我们认为,影响人身险估值的三大核心因素包括:1) NBV 负增长预期:核心原因,2020 年以来受行业转型及疫情影响,主要险企均呈负增长;2) EV 折价:精算假设黑箱难以打开,投资端承压带来利差损预期,保单质量/发病率与精算假设的偏差带来

营运经验偏差负贡献预期；3) 资产端风险：对险资地产敞口的潜在风险的担忧。

我们认为，拉长至全年来看，公司估值有望呈波动式上修趋势。站在当前时点，我们认为影响公司估值的三大因素有望持续改善：**1) NBV 转正预期有望持续兑现**：预计公司 2023H1 NBV 表现亮眼，展望全年，NBV 有望保持正增长；**2) EV 折价有望降低**：IFRS17 落地在一定程度上打开精算黑箱，提升信息透明度；年初至今，权益市场及长端利率优于去年同期水平，对投资端形成一定支撑；叠加险企对业务质量重视程度提升，预计保单质量有望持续改善；**3) 资产端风险事件**：地产行业迎来边际改善态势有望持续，助力投资端风险缓释。

4.2.1 最差情景假设：最差情景假设下公司PEV仅为0.9x，或仍处于显著低估区间

我们认为，中国平安仍处于低估区间。2022年10月以来，受益于资产端、负债端双向改善，中国平安估值迎来强劲修复，如何看待中国平安的估值修复空间？我们以公司 2022 年末内含价值及敏感性检验为基准，测算最差情景假设下当前股价对应 PEV 仅为 0.90x（低于 1），估值或仍处于显著低估区间。

我们根据以下假设调整得到最差情境下集团 EV 水平：

1) 将内含价值调整至最差假设：参考 22 年内含价值敏感性检验，假设：i) 投资收益率和风险贴现率每年-50bps；ii) 死亡、疾病和意外等发生率+10%；iii) 保单失效率+10%；iv) 维持费用+10%；v) 客户分红比例+5%；vi) 权益资产公允价值下跌 10%；vii) 23 年较 22 年末 EV 内生增量、外生增量均为 0。

2) 剔除险资投资中的地产敞口：截至 2023 年 3 月末，公司不动产投资余额为 2045.41 亿元，在总投资资产中占比 4.6%；其中，物权 1188.83 亿元，股权 450.02 亿元，债权 406.56 亿元。

3) 挤出净资产中存在一定不确定性的部分：剔除公司科技业务分部归母净资产（包括汽车之家、金融壹账通、陆金所等）。

截至 2023 年 5 月 26 日，测算最差情景下公司 PEV 仅为 0.90，公司估值仍低于最差情况下的内含价值，我们判断原因可能为：1) 财报敏感性检验中仅涉及单一变量调整，同时调整多个假设对核心指标的影响大于调整单一假设的影响；2) 敏感性检验中的压力情景过于乐观，相应指标的实际表现劣于压力情景下的表现；3) 公司估值处于显著低估区间。

图 92：最差情景下公司 PEV 仅为 0.9x

	集团内含价值 (亿元)	较基准值变动比率
基准假设	1,423,763	0.0%
投资收益率和风险贴现率每年减少50个基点	1,352,862	-5.0%
死亡、疾病和意外等发生率上升10%	1,398,772	-1.8%
保单失效率上升10%	1,417,545	-0.4%
维持费用上升10%	1,420,270	-0.2%
客户分红比例增加5%	1,414,461	-0.7%
权益资产公允价值下跌10%	1,388,468	-2.5%
最差情境下EV (亿元)	12,789.29	
地产敞口(亿元, 2023年3月末水平)	2,045.41	
科技业务归母股东权益 (亿元, 2022年末)	949.37	
最差情境下EV (亿元)	9,794.51	
总股本 (亿股)	182.80	
PEV (最差情景假设)	0.90	

资料来源：公司财报，西部证券研发中心，数据截至 2023 年 5 月 26 日

4.2.2 公司估值：分部估值法测算公司目标价为68.0元/股

我们使用分部估值法进行估值，寿险业务使用 PEV 估值法，上市子公司使用公司市值*持股比例作为其公允价值的度量，财险及其他业务使用 PB 估值法：

- 1) 寿险业务：**预计 2023-2025 年寿险期末内含价值分别为 9299.50 / 9886.89 / 10613.79 亿元，同比分别+ 6.3% / +7.3% / +8.3%。参考中国人寿估值水平，考虑到公司寿险管理层经验丰富，改革力度及决心较强，且基数优势显著，我们给予寿险业务 2023 年 0.9 倍 P/EV 的估值，根据公司持股比例，平安寿险业务估值为 8328.54 亿元。
- 2) 财险业务：**我们选取中国财险作为对标公司，虽然中国财险市占率较平安财险更高，但平安财险的承保盈利能力更为稳定，长期税前利润结构占优，给予财险业务 2023 年 0.9 倍 P/B 的估值，参考公司持股比例，平安财险业务估值为 1158.47 亿元。
- 3) 独立上市公司业务：**针对旗下独立上市的并表公司，我们使用公司市值*持股比例作为其价值的公允度量，截至 2023 年 5 月 26 日，平安银行总市值为 2348.12 亿元，方正证券总市值为 554.84 亿元，陆金所总市值为 235.94 亿元，平安好医生总市值为 180.02 亿元，金融壹账通总市值为 11.59 亿元，汽车之家总市值为 261.35 亿元，众安在线总市值为 30.89 亿元；考虑公司持股比例后，独立上市业务合计估值为 1834.07 亿元。
- 4) 其他业务：**其他业务主要包括平安证券、平安信托、其他资管业务、平安医保科技业务、新方正集团（除方正证券外其他业务），我们给予相应业务 1 倍 PB 的估值，考虑集团持股比例后，对应估值为 1761.31 亿元。

考虑到集团聚焦保险主业，深化协同经营，我们给予集团 5% 的折价，测算中国平安价值为 12428.26 亿元，对应目标价为 68.0 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图 93：中国平安可比公司

代码	公司	EVPS, 元			当前股价, 元	P/EV		
		2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E
601601.SH	中国太保	59.99	67.28	75.51	28.46	0.47	0.42	0.38
601628.SH	中国人寿	47.51	51.97	56.78	37.7	0.79	0.73	0.66
601318.SH	中国平安	83.65	90.42	98.49	48.44	0.58	0.54	0.49
代码	公司	BPS, 元			当前股价, 港元	P/B		
		2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E
2328.HK	中国财险	10.49	11.62	12.82	9.51	0.82	0.74	0.67

资料来源：wind，西部证券研发中心，数据截至 2023 年 5 月 26 日

图 94：中国平安分部估值表现

分部估值法	项目	数值	分部估值法	项目	数值
平安寿险	2023E 寿险内含价值 (百万元)	929,950	平安银行	市值 (百万元)	234,812
	P/EV (倍)	0.90		平安集团对平安银行的持股比例	58.00%
	估值 (百万元)	836,955		平安银行部分估值 (百万)	136,191
	中国平安持股比例	99.51%		方正证券	市值 (百万元)
平安寿险部分估值 (百万元)	832,854	中国平安持股比例	28.71%		
平安财险	2023E 财险净资产	129,301	陆金所	方正证券部分估值	15930
	PB (倍)	0.9		市值 (百万元)	23594
	估值 (百万元)	116,371		中国平安持股比例	41.44%
	中国平安持股比例	99.55%		陆金所部分估值	9777
平安财险部分估值 (百万元)	115,847	平安好医生	市值 (百万元)	18,002	
平安信托	2023E 净资产 (百万)		26,662	中国平安持股比例	39.41%
	信托业务PB (倍)		1	平安好医生分部估值	7095
	平安信托估值 (百万)		26662	金融壹账通	市值 (百万元)
	平安集团对平安信托的持股比例	99.88%	中国平安持股比例		32.12%
平安信托部分估值 (百万)	26630	金融壹账通部分估值	372		
平安证券	2023E 净资产 (百万)	45,641	汽车之家	市值 (百万元)	26135
	证券业务PB (倍)	1		中国平安持股比例	41.91%
	平安证券估值 (百万)	45641		汽车之家部分估值	10953
	平安集团对平安证券的持股比例	96.62%		众安在线	市值 (百万元)
平安证券部分估值 (百万)	44098	中国平安持股比例	10.2%		
平安医保科技	A轮估值 (百万)	61600	众安在线部分估值		3089
	中国平安持股比例	29.55%	上市业务分部估值 (百万元)		
	医保科技部分估值	18203	183407		
新方正集团 (除方正证券外资产)	受让价值 (剔除方正证券)	33209	整体估值	集团折价	5%
	PB (倍)	1		整体估值 (百万)	1,242,826
	新方正集团 (除方正证券) 部分估值	33209		总股本 (百万)	18280
其他资产管理业务	2022 净资产 (百万)	53990	中国平安目标价		
	PB (倍)	1	68.0		
	其他资产管理业务估值	53990			
其他业务分部估值 (百万元)	176131				

资料来源：wind，西部证券研发中心，数据截至 2023 年 5 月 26 日

五、投资建议：短、中、长期均有催化，预计全年股价表现有望跑赢同业

公司核心优势清晰，人身险负债端边际改善态势下估值有望持续修复。1) 战略布局前瞻性强，市场化经营为公司长期发展奠定坚实基础；2) 核心管理层深耕市场多年，深度融入公司发展理念及价值观，有助于经营自上而下地坚持长期主义；3) 持续向内挖掘、向外求索，站在巨人的肩膀上实现快速发展，结合市场变化灵活调整航向。前瞻性的业务布局及聚焦长期的发展策略驱动之下，公司估值短、中、长期均有催化：

短期来看，公司 23Q1 核心结果指标表现略超预期，过程指标持续优化有望助力业务平台趋稳，大幅缓解市场对于寿险改革进程不确定性的担忧；同时，预定利率下调预期影响下，储蓄类保险产品需求有望在 Q2 迎来前置释放，叠加存款利率下调进一步促进储蓄类保险产品销售，我们预计 23Q2 公司业绩平台依然稳健（23H1NBV 同比增速位于 10-15% 区间内）。

中期来看，需求方面，作为经济复苏的滞后指标，保险需求有望逐步恢复，中国平安聚焦收入受疫情影响较大的中产客群，预计需求修复弹性更大；供给方面，经济复苏影响下择业风险偏好有望提升，叠加需求复苏下收入提振，助力形成“增员恢复-新客获客恢复-保障类产品销售改善-NBVM 提升-NBV 改善正反馈循环”，预计全年 NBV 有望保持正增长态势；

长期来看，前瞻性的布局有望带来业务及估值增量：1) “产品+服务”生态圈持续完善；2) 综合金融布局助力大财富管理业务扬帆远航；3) 科技基因有望赋能金融、促进发展。

公司短、中、长期催化剂明确，影响估值的三大因素边际改善态势有望持续，我们认为人身险负债端修复的程度将是下阶段影响估值的核心因素，当前公司股价对应 PEV (23E) 为 0.58x，首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 68.0 元/股。

六、风险提示

政策风险：监管导向对险企负债端表现具有较大影响，监管对销售宣传、产品设计等要求趋严或将给险企负债端带来一定压力。

利率风险：险企投资久期长，且固收类产品占比较高，长端利率下行将致使险企投资表现承压。

市场波动风险：险资资产配置中权益类资产为重要组成成分，权益市场波动将对险企投资表现带来一定压力。

经济恢复不及预期：保险作为非必要消费品，在前期疫情影响下需求天然走弱，作为宏观经济恢复的滞后指标，如经济恢复不及预期，保险作为非必要消费品，弱需求的态势可能将持续影响新单及 NBVM 表现。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及存款投资	319179	378650	416448	447619	479353	寿险保费	490290	471102	463965	485388	517627
债权投资	2806957	3190111	3359663	3611126	3867140	非寿险保费	270043	298038	324207	359520	398933
股权投资	504841	536428	538108	578384	619389	总保费及管理费收入	760333	769140	788172	844908	916560
其他投资	285435	263211	364977	392295	420107	减: 分出保费	30208	21967	26826	30641	34214
总投资资产	3916412	4368400	4679196	5029423	5385989	净保费收入	730125	747173	761346	814267	882346
分保资产	43128	37247	47000	47000	47000	减: 净提取未到期责任准备金	-9298	5248	8049	8726	9489
其他资产	6182486	6731521	6835312	7469582	8176977	已赚净保费	739423	741925	753296	805541	872857
资产总计	10142026	11137168	11561508	12546005	13609965	投资收益	103378	39710	199018	212829	227600
保险合同负债	2473134	2742989	3010403	3283794	3572392	营业收入	1180444	1110568	1206985	1301524	1415508
投资合同负债	825057	875529	961500	1051792	1148442	赔付及保户利益	588600	598525	632343	675428	731374
次级债	1097523	931098	452680	455432	458322	保险业务综合费用	452159	405724	390379	415367	446138
其他负债	4668589	5412254	5810620	6271988	6768829	营业费用	1040759	1004249	1022721	1090795	1177512
负债总计	9064303	9961870	10235203	11063006	11947984	营业利润	139685	106319	184263	210729	237996
实收资本	18280	18280	18280	18280	18281	税前利润	139580	105815	184263	210729	237996
归属于母公司股东权益	812405	858675	983930	1108956	1250173	所得税	17778	-1617	-2816	-3220	-3637
少数股东权益	265318	316623	342374	374043	411809	归母净利润	101618	83774	145882	166835	188422
负债和所有者权益合计	10142026	11137168	11561508	12546005	13609965	少数股东损益	20184	23658	41197	47115	53211
每股指标与估值						每股指标与估值					
净利润增长率 (%)	-28.99	-17.56	74.14	14.36	12.94	每股指标					
营业收入增长率 (%)	-3.11	-5.92	8.68	7.83	8.76	EPS	5.56	4.58	7.98	9.13	10.31
内含价值增长率 (%)	5.07	2.02	7.40	8.09	8.92	BVPS	44.44	46.97	53.83	60.66	68.39
新业务价值增长率 (%)	-23.55	-23.95	6.94	8.95	9.99	估值					
						P/E	8.71	10.57	6.07	5.31	4.70
						P/B	1.09	1.03	0.90	0.80	0.71
						P/EV	0.63	0.62	0.58	0.54	0.49

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。