

## 非银金融

2020 年 09 月 22 日

# 中国平安 (601318)

——寿险改革夯实增长基础 业绩乘势而上拐点已至

报告原因：强调原有的投资评级

## 买入 (维持)

市场数据：2020 年 09 月 21 日

收盘价 (元)	80.93
一年内最高/最低 (元)	92.45/66
市净率	2.1
息率 (分红/股价)	2.53
流通 A 股市值 (百万元)	876688
上证指数/深证成指	3316.94/13149.50

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	38.4
资产负债率%	89.58
总股本/流通 A 股 (百万)	18280/10833
流通 B 股/H 股 (百万)	-/7448

一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

#### 证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002  
makp@swsresearch.com  
葛玉翔 A0230519080010  
geyx@swsresearch.com  
王丛云 A0230516090001  
wangcy@swsresearch.com  
许旖珊 A0230520080002  
xuys@swsresearch.com

#### 研究支持

李天奇 A0230120070006  
litq@swsresearch.com

#### 联系人

葛玉翔  
(8621)23297818×转  
geyx@swsresearch.com  
感谢实习生韦春泽对报告的贡献



申万宏源研究微信服务号

#### 投资要点：

- 我们深度剖析了平安本次寿险改革背景、原因、目标和措施，以期更好地分析和展望未来公司核心价值与估值贡献主体寿险及健康险业务未来增长潜力。
- 我们预计未来 5 年行业健康险保费收入 CAGR 达 16.5%，寿险总保费 CAGR 达 10%，发展前景仍然广阔，但亟需全面转型。从外部来看，寿险传统模式的健康可持续发展面临巨大挑战，宏观环境、消费者需求、竞争格局及科技应用都对行业的发展提出了更高的要求。从内部来看，2013 年至 2018 年公司 NBV CAGR 高达 31.8%，而 2019 年和 1H20 分别降至 5.1%和-24.4%，除受疫情冲击外，队伍量质双降、高层动荡和来自同业竞争的压力都是原因之一。
- 平安目标要建立真正长期可持续的健康增长平台，核心是贯彻“渠道+产品”的双轮驱动策略，打造数字寿险。改革的愿景是成为全球领先的人寿保险公司，定位人身险市场龙头、寿险行业标杆以及客户首选。公司专业而稳定管理团队、高素质的代理人队伍、强大的综合金融优势和领先的科技实力以及领先的中心城市布局是公司护城河，也是顺利完成本次寿险改革的有利保障。
- 平安寿险改革核心策略包括：产品升级、渠道升级和全面数据化经营。产品策略方面公司坚定“以客户需求为中心”，打破“一款产品打天下”惯性思维，构建寿险+，产品+策略。基本法改革为解决队伍大进大出顽疾并将利益更多倾斜至一线销售队伍。短期策略为增加增员动力、持续扩量；长期策略为优化队伍结构、质量转型，线上线下结合、经营增效。数字化经营从数据化经营、数据化管理和数据化营销三方面展开，提升效率、降低成本、强化风控和改善体验是落脚点。
- 预计未来 5 年个险 NBV CAGR 仍将达 13%，队伍活动率、人均客户数和客均件数是驱动增长的核心因素。本文建立 NBV 五因子驱动模型——客户经营视角，个险渠道 NBV=规模人力×活动率×人均客户数×客均件数×件均保费×新业务价值率。我们预计 2020 年至 2025 年公司个险 NBV 复合增速 (CAGR) 为 13%，其中用于计算个险 NBV 的新单保费 CAGR 为 13%，个险渠道 NBV Margin 基本持平，推动 NBV 保持远超行业平均的两位数增长。其中，平均人力 CAGR 为 3%，已不再是此前最重要新单驱动因素；活动率 CAGR 为 2% (基本法升级和数据化经营下活动率将逐年稳健向上)；人均客户数 CAGR 为 4%，客均件数 CAGR 为 2%，两者共同推动下月人均件数 CAGR 为 7%；件均保费预计基本持平，CAGR 为 1.0%。公司人均客户数和客均件数也保持稳健增长，产品升级、渠道升级和全面数据化经营提升队伍质态和客户画像。
- 投资建议：我们预计 2020 年至 2022 年 EV 增速为 12.1%、15.2%和 13.8%，归母营运利润增速为 6.4%、16.0%和 14.2%，集团 NBV 增速分别为-22.1%、24.0%和 12.9%。2019-2020 年为转型业绩低谷期，2021 年寿险改革红利释放，预计 2H20 逐步企稳队伍规模，并且以更积极的姿态迎接 2021 年开门红，业绩乘势而上可期。我们采用分部估值法，对寿险及健康险业务给予 1.44 倍 P/EV，给予集团目标价 100.1 元/股，对应 2020 年 P/EV 为 1.36X，上行空间 24%，当前股价对应 2020 年至 2022 年 P/EV 分别仅为 1.10、0.95 和 0.84X，维持买入评级。
- 风险提示：寿险改革推进力度和效果低于预期、长端利率和权益市场波动对业绩和估值产生冲击

#### 财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	1,168,867	629,956	1,133,559	1,242,758	1,334,380
同比增长率	19.7%	-1.4%	-3.0%	9.6%	7.4%
归母净利润 (百万元)	149,407	68,683	114,080	149,495	170,974
同比增长率	39.1%	-29.7%	-23.6%	31.0%	14.4%
每股收益 (元/股)	8.41	3.76	6.42	8.41	9.62
寿险内含价值	757,490		858,597	1,003,375	1,162,980
新业务价值	75,945		59,131	73,297	82,766
新业务价值增长率	5.1%		-22.1%	24.0%	12.9%

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

随着公司 2020 年寿险改革项目逐步落地,我们预计公司将在 2H20 逐步企稳队伍规模,并且以更积极的姿态迎接 2021 年开门红。预计 2020 年至 2022 年 EV 增速为 12.1%、15.2%和 13.8%,归母营运利润增速为 6.4%、16.0%和 14.2%,集团层面 NBV 增速分别为-22.1%、24.0%和 12.9%,营运 ROE 达 20.2%、21.0%和 21.0%。

我们采用分部估值法,平安寿险及健康险业务给予 1.44 倍 P/EV,财险业务给予 1 倍 PB,平安银行根据其市值给予参考估值,平安证券参考当前券商(申万 II)的最新平均 PB 估值给予 2.09 倍 PB 估值,平安信托根据 A 股主要上市信托公司给予 19.48 倍 PE,金融科技板块根据子公司在境内外上市市值给予参考估值。由于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 100.1 元/股,对应 2020 年 P/EV 为 1.36X,上行空间 24%,维持买入评级。

### 关键假设点

寿险改革下,平安目标要建立真正长期可持续的健康增长平台,核心是贯彻“渠道+产品”的双轮驱动策略,打造数字寿险。公司本次寿险改革的愿景是成为全球领先的人寿保险公司,定位人身险市场龙头、寿险行业标杆以及客户首选。公司专业而稳定管理团队、高素质的代理人队伍、强大的综合金融优势和领先的科技实力以及领先的中心城市布局是公司护城河,也是顺利完成本次寿险改革的有利保障。

我们预计 2020 年至 2025 年公司个险 NBV 复合增速为 13%,其中用于计算个险 NBV 新单保费 CAGR 为 13%,个险 NBV Margin 基本持平,推动 NBV 保持远超行业平均的两位数增长,队伍活动率、人均客户数和客均件数是驱动增长的核心因素。

### 有别于大众的认识

当前市场对平安 NBV 的预测主要停留在新单和价值率两个维度分析,而没有从客户经营维度出发。本文建立 NBV 五因子驱动模型——客户经营视角,个险渠道 NBV=规模人力×活动率×人均客户数×客均件数×件均保费×新业务价值率。我们将人均件数拆分为人均客户数与客均件数的乘积,这体现了经营思维从代理人向客户经营思路的转变。人均客户数(客户数量/月均代理人)体现了代理人拓展自身客户群体的能力,客均件数(人均件数/人均客户数)体现了客户画像水平。人均客户数和客均件数是平安相较于同业潜在的突破口,一方面通过科技手段的有利加持,提升客户触达率和客户服务效率,可以增加服务客户能力;另一方面,平安拥有集团综合金融优势,通过生态赋能金融的独特优势构建客户粘性。

### 股价表现的催化剂

宏观经济复苏超预期带动长端利率和权益市场逐步向上、寿险改革红利释放带动 NBV 增长保持快速增长

### 核心假设风险

平安寿险改革推进力度和效果低于预期、集团及寿险管理层超预期变动及其对寿险公司经营的实际影响超出预期、长端利率和权益市场大幅波动对业绩和估值产生影响

## 目录

<b>1. 引言：寿险改革的背景 .....</b>	<b>6</b>
1.1 人口红利消失 .....	6
1.2 主流客群迁移 .....	7
1.3 客户多元化需求升级 .....	8
1.4 竞争格局发生变化 .....	9
<b>2. 平安寿险改革：为打造全球领先的人寿保险公司奠定基础 ....</b>	<b>10</b>
2.1 平安寿险历史改革历程回眸 .....	11
2.2 平安寿险是集团业绩最核心贡献 .....	12
2.3 平安 NBV 六因子驱动模型——客户经营视角 .....	12
2.3.1 专业稳定的管理团队 .....	15
2.3.2 高素质代理人队伍 .....	16
2.3.3 强大综合金融优势与领先科技实力 .....	16
2.3.4 中心城市布局领先 .....	17
<b>3. 平安寿险改革核心策略 .....</b>	<b>18</b>
3.1 核心策略 1：产品升级 .....	18
3.2 核心策略 2：渠道升级 .....	21
3.3 核心策略 3：全面数据化经营 .....	25
<b>4. 平安寿险业务质地优良具备长期业绩增长的基础 .....</b>	<b>27</b>
4.1 剩余边际稳健增长 .....	27
4.2 寿险营运利润是集团压舱石 .....	28
4.3 NBV 持续增长潜力具备 .....	29
4.4 寿险及健康险业务估值分析 .....	30
<b>5. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>31</b>
5.1 盈利预测 .....	31
5.2 投资建议 .....	32
<b>风险提示 .....</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1：平安寿险改革背景：面对新挑战，举全集团优势资源积极应对 .....	6
图 2：15-64 岁劳动人口绝对占比（下轴）下降及中国人口总量预测（上轴）（单位：亿人） .....	7
图 3：中美市场代理人留存率粗略对比 .....	7
图 4：2007-2019 年中国行业代理人数量及增速 .....	7
图 5：2019 年中国个人持有的可投资资产总体规模 .....	7
图 6：世界保险业“普通增长模型”回归曲线（保险密度 VS 人均 GDP） .....	8
图 7：中国网民人均每周上网时长（单位：小时） .....	8
图 8：互联网人身险快速切入市场渗透率逐步提升 .....	9
图 9：客户目前及未来保险需求调查 .....	9
图 10：平安寿险改革愿景、定位与策略 .....	10
图 11：平安寿险是集团业绩最核心贡献 .....	12
图 12：平安 NBV 五因子驱动模型——客户经营视角 .....	13
图 13：平安寿险及健康险 NBV 驱动因素分析（根据 2013-2019 年 CAGR 计算） .....	14
图 14：平安综合金融优势明显 .....	17
图 15：平安践行“科技赋能金融，科技赋能生态，生态赋能金融”战略 .....	17
图 16：平安用户到客户的互联网转化（单位：百万人） .....	17
图 17：持有多家子公司合同的个人客户数及占比稳步提升（单位：百万人） .....	17
图 18：上市险企代理人渠道人均产能（单位：（元/人/月）） .....	18
图 19：上市险企中心城市保费市占率对比 .....	18
图 20：平安寿险价值率在上市同业中处于绝对领先水平 .....	21
图 21：中国平安新业务价值新单构成 .....	21
图 22：中国平安新业务价值构成 .....	21
图 23：销售管理、队伍管理、培训管理示意图 .....	22
图 24：代理人队伍渠道短期与长期目标 .....	22
图 25：平安通过“以优增优”实现队伍质态正循环 .....	23
图 26：平安寿险代理人队伍于 2Q20 企稳，告别此前连续 6 个规模下降的态势 .....	23
图 27：招募方式使用率及效果（成功率）对比 .....	23

图 28 : 平安银保渠道 NBV 占比提升仍有空间 .....	24
图 29 : 平安寿险改革中全面数据化经营策略 .....	26
图 30 : 寿险 SAT 销售模式变革 .....	26
图 31 : 寿险增员管理 .....	27
图 32 : 代理人活动管理 .....	27
图 33 : 平安寿险剩余边际稳健增长 (单位: 百万元) .....	28
图 34 : 平安寿险剩余边际占责任准备金比例高 (单位: 百万元) .....	28
图 35 : 2020-2025 年平安寿险及健康险个险 NBV CAGR 仍将达 13% .....	30
图 36 : 1H19 保险股行情复盘 (上图为绝对收益走势基期为 100, 下图为 P/EV 估值变化, 上下两图右轴均展现 10 年期国债到期收益率) .....	34
表 1 : 龙头寿险公司价值转型对比 .....	10
表 2 : 平安寿险历史改革历程 .....	11
表 3 : 平安寿险及健康险中个险渠道 NBV (六因子驱动模型——客户经营视角) .....	13
表 4 : 平安寿险改革策略及自身优势六因素驱动模型中的核心竞争力 .....	14
表 5 : 平安寿险改革高管团队 .....	15
表 6 : 上市险企代理人队伍质态对比 (2020 年中期) .....	16
表 7 : 平安寿险主要保障型产品对比 .....	19
表 8 : 平安寿险及健康险近五年保费排名前五产品 .....	20
表 9 : 平安福重要更新迭代 .....	20
表 10 : 平安数字化寿险探索历程 .....	25
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) .....	28
表 12 : 2020-2025 年个险渠道 NBV (六因子驱动模型——客户经营视角) ....	29
表 13 : 新业务价值倍数计量 .....	30
表 14 : P/EV 情景分析(横轴指权益价格波动; 纵轴指利率下降水平) .....	31
表 15 : 中国平安盈利预测表 (单位: 百万元) .....	31
表 16 : 中国平安分部估值法 (单位: 百万元) .....	33



## 1. 引言：寿险改革的背景

**寿险业务发展前景仍然广阔，但亟需全面转型。**2020年初银保监会《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》发布，其中提到：1.力争到2025年，健康险市场规模超过2万亿元（2019年为0.8万亿元，未来6年的CAGR约为16.5%，行业价值提升仍有空间）；2.力争到2025年，为参保人积累6万亿元养老保险责任准备金。人身险作为健康保障、养老储蓄的重要手段，空间广阔。**从外部来看**，寿险传统模式的健康可持续发展面临巨大挑战，宏观环境、消费者需求、人口红利以及科技应用的飞跃都对保险行业的发展提出了更新、更高的要求。**从内部来看**，2013年至2018年，公司NBV CAGR高达31.8%（领跑上市同业），2019年和1H20分别降至5.1%和-24.4%，除了受疫情冲击外，代理人队伍量质双降、集团高层动荡和来自同业竞争的压力都是原因之一。2019年平安寿险率先启动一系列改革项目，贯彻“渠道+产品”双轮驱动策略，从产品、渠道、数据化经营三方面建立真正长期可持续的健康增长平台。

图1：平安寿险改革背景：面对新挑战，举全集团优势资源积极应对

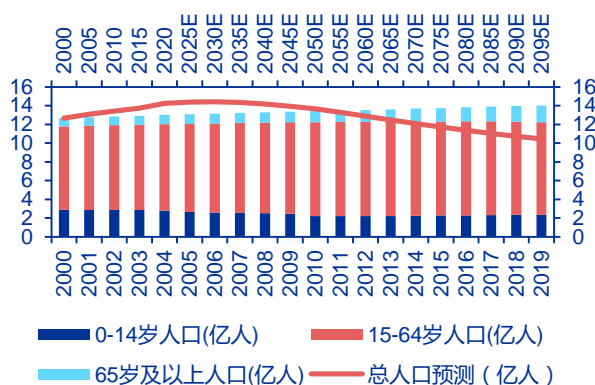


资料来源：申万宏源研究，公司公告

### 1.1 人口红利消失

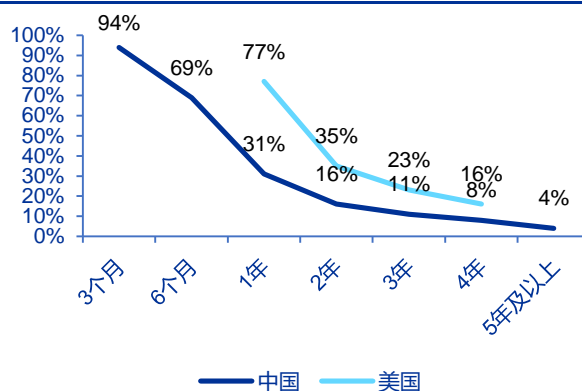
**我国虽然保险深度和保险密度水平较全球来看具有优势，但人口的红利正在逐步消失。**自2013年以后，中国人口红利日趋式微，劳动年龄人口比重率先回落，15至64岁劳动人口占比于2019年跌至70.7%，为近15年最低值，加之劳动参与率下降、新增人口受教育年限延长等因素的影响，劳动力有效供给下降成为必然趋势。根据联合国研究显示，2029年中国人口或将步入负增长时代，一方面宏观经济增速中枢或将进一步下滑，保险产品受众群体有下降压力，**另一方面，人口红利的下降进而造成增员难度加大。**2015年下半年放开代理人资格考试后，行业代理人数量不断上升，2015年增速高达44.9%，但此后增速逐步放缓，2018年达到871万人顶峰后，2019年在新单增长承压、监管引导做实队伍质量，行业营销员人力同比下滑13.9%至750万人。与高进入率相对的是高脱落率，据统计寿险代理人的一年留存率仅为31%，而同期美国市场代理人1年留存率为77%，代理人行业大进大出、从业人员素质一般的现象是行业通病。

图 2：15-64 岁劳动人口绝对占比（下轴）下降及中国人口总量预测（上轴）（单位：亿人）



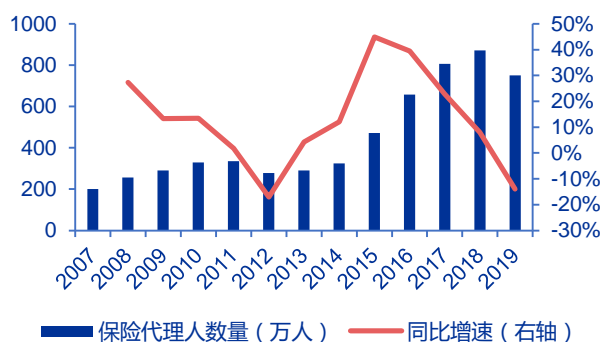
资料来源：联合国，国家统计局，申万宏源研究

图 3：中美市场代理人留存率粗略对比



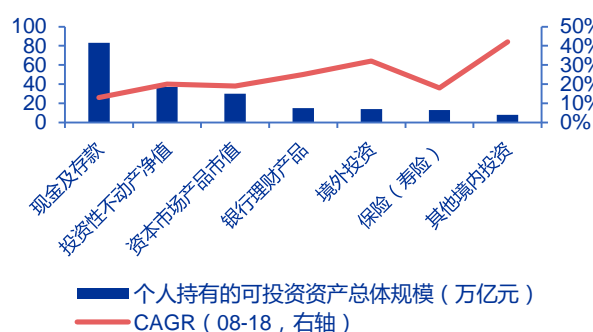
资料来源：LIMRA，申万宏源研究；注：留存率=留存人数/入职人数。美国为 2017 年数据，中国为 2018 年数据

图 4：2007-2019 年中国行业代理人数量及增速



资料来源：银保监会，申万宏源研究

图 5：2019 年中国个人持有的可投资资产总体规模



资料来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型，2019 中国私人财富报告，申万宏源研究

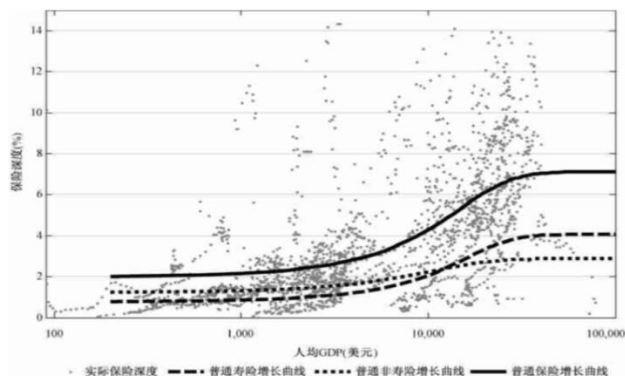
## 1.2 主流客群迁移

**寿险作为财富传承与风险保障的手段，在高净值人群资产配置中仍有提升空间。**当前我国高净值人群的数量逐步上升，收入结构逐步向上迁移。根据招商银行与贝恩咨询《2019 年私人财富报告》预测，2019 年个人持有的可投资资产总体规模达到 200 万亿元，其中人寿保险作为可投资资产规模达到约 13 万亿元，2008-2018 年 CAGR 达 18%，位列现金及存款、投资性不动产、资本市场产品、银行理财产品和境外投资之后，占比仍有提升空间。随着高净值人群财富传承与风险保障意识不断的增强，人身险保费的增长空间依旧可期。

**中国保险业未来将加速发展。**根据历史文献，保险深度和人均 GDP 关系的 Logistic 理论模型曲线呈“S”型，保险深度(保费/GDP)随人均 GDP 增加而增加，但对应不同的人均 GDP 水平，保险深度的增速不同。在人均 GDP 较低的阶段，保险深度增速较慢，而后逐渐加快，到了一定阶段之后，增速又逐渐放慢。人均 GDP 达到 10,000 美元后，达到保费对收入的弹性拐点。长期来看，发达国家的保险业增长主要依靠经济要素的拉动，而新兴发展中国家的保险业增长则主要依靠制度要素的推动。当前中国内地的人均 GDP 大致处

于美国 1980 年代前后水平，从美国人均保费的历史来看，当超过 400 美元后寿险人均保费水平快速提升，我们有信心认为当前仍是未来保险黄金十年的起点。

图 6：世界保险业“普通增长模型”回归曲线(保险密度 VS 人均 GDP)

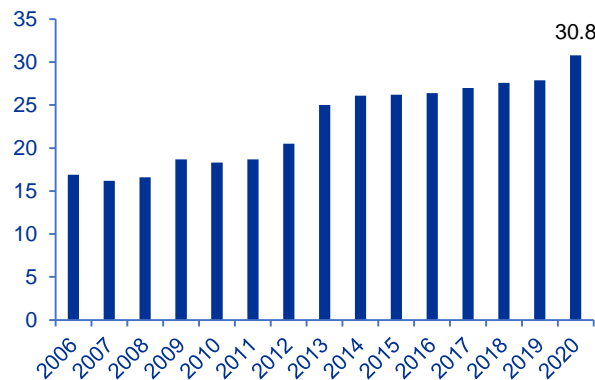


资料来源：中国知网，申万宏源研究；

注：郑伟,刘永东,邓一婷.保险业增长水平、结构与影响要

素:一个国际比较的视角[J].经济研究,2010(08):141-154.

图 7：中国网民人均每周上网时长（单位：小时）



资料来源：中国互联网络信息中心，申万宏源研究

**80、90 后成为保险消费主力，线上获客是最大的竞争点。** 80、90 后逐渐走上工作岗位，成为家庭和社会的顶梁柱的同时，也累积了大量风险保障需求。据中国互联网络信息中心统计，截止 2020 年 3 月，20-39 岁网民占比达到 42.3%，中国网民人均每周上网时长为 30.8 小时。80、90 后大多在互联网环境下长大，平均每天花 4.4 小时浏览网络，他们更愿意自己花时间在网搜索感兴趣的东西并进行比较，而不是与人当面交流。这样的购物习惯对传统寿险销售方式造成了冲击。**对于寿险公司而言，未来能否精准接触客户、捕捉到客户的需求，并在合适的时机推送给他们需要的产品和服务，可能是未来行业最大的竞争点。**

### 1.3 客户多元化需求升级

**保险业客户体验亟需改善。** beBit 发布的《2020 年中国保险业 NPS 白皮书》指出，中国寿险业 NPS (Net Promoter Score, 净推荐值) 水平 (%推荐者-%贬损者) 平均数为 17%，而国有银行与股份制商业银行整体 NPS 平均数为 26%和 28%，寿险业在客户体验方面有较大提升空间。

**客户的产品与服务需求日益多元。** 大家保险《2020 年中国家庭保险需求调查报告》指出，调查样本中目前和未来对于人身险的需求，目前仅购买单一险种和表示未来将继续购买单一险种的人分别仅占 15%和 12%，单一险种并不能满足客户多方面的风险保障需求，他们更需要多元化的产品。调查中，目前重疾险、意外险、医疗保险客户持有率最高，分别为 65%、50%和 43%，未来重疾险和意外险的客户持有率仍然最高，但相较目前下降至 48%和 43%，客户的未来注意力将更加分散，开始注重养老保险和教育险的配置。**我们认为寿险产品的设计仍应当以客户需求为中心，如何满足客户多元化储蓄、保障、养老、投资需求是未来人身险公司的长期课题。**

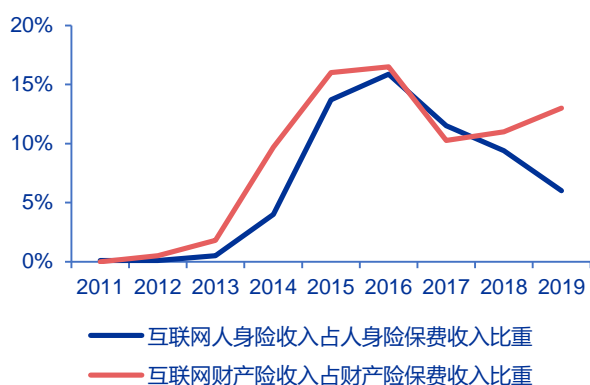


## 1.4 竞争格局发生变化

**中小公司通过低价产品抢占健康险业务市场份额。**2018 年以来，保监人身险[2017]134 号文正式实施，由于储蓄型业务前五年不得有现金流返还，传统开门红分红型年金销售难度大幅增加，人身险公司将经营重心集中到健康险上，部分中小人身险公司通过较为激进的产品定价策略以更快抢占市场份额做大保费规模。

**互联网保险通过场景优势快速切入，构建“产品+渠道”多层次竞争体系。**保险作为消费场景与生活场景的附属品，天然具有场景化特征，而互联网人身险正通过对场景的占领日趋增强对消费的控制力度，获得行业主动权。

图 8：互联网人身险快速切入市场渗透率逐步提升

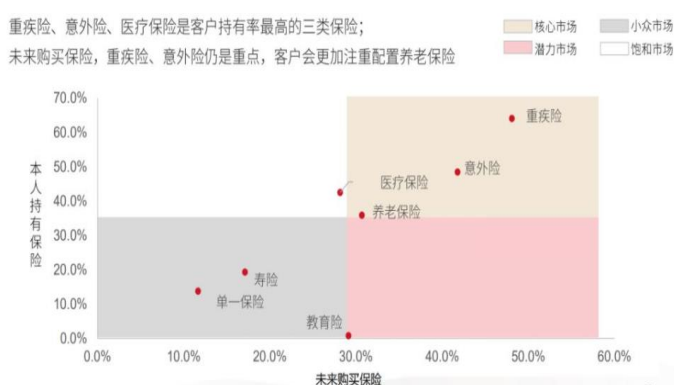


资料来源：Wind，申万宏源研究；

注：渗透率定义为互联网渠道保费收入占总保费收入比

重

图 9：客户目前及未来保险需求调查



资料来源：大家保险，申万宏源研究

产品方面，互联网人身险通过场景优势形成了“枚举+事件类比”的电商方式，提供多种条款简单、保费低廉的险种让用户自行寻找适用自身的实例，结合非主要险种标准化销售，对长期渗透率的影响不容小觑；其次，互联网的介入实现了生态场景的垂直化整合，消费意义上低频非刚需的保险产品在特定场景下完成了向刚需品的转变，在此基础上利用互联网触达能力可获取大量流量进行销售转化，这是传统渠道无法做到的。

**渠道方面，目前国内互联网人身险业务通过保险中介机构形成对 C 端客户的多维度对接，以 B2B2C、B2C 和 2A 三种模式为保险渠道带来更高销量与效率。**从典型企业来看，慧择网利用 2B 平台“齐欣云服”对接自媒体营销号，繁育媒体营销矩阵，自发吸引保险意识较强人群；水滴商城基于大流量平台直接对接 C 端构建“众筹+互助+保险”场景闭环，利用低廉价格与高触及频率增强用户粘性。

## 2. 平安寿险改革：为打造全球领先的人寿保险公司奠定基础

本次寿险改革下，平安目标要建立真正长期可持续的健康增长平台，核心是贯彻“渠道+产品”的双轮驱动策略，打造数字寿险。公司本次寿险改革的愿景是成为全球领先的人寿保险公司，定位人身险市场龙头、寿险行业标杆以及客户首选。

图 10：平安寿险改革愿景、定位与策略

全球领先的人寿保险公司		
市场龙头	行业标杆	客户首选
<b>产品升级</b> <b>建立差异化产品优势</b>	<b>渠道升级</b> <b>高产能、高收入、高质量队伍</b>	<b>全面数据化经营</b> <b>构建“数字寿险”</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 构建“寿险+”</li> <li>✓ 客户需求导向</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 销售管理</li> <li>✓ 队伍管理</li> <li>✓ 培训管理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 数据化经营</li> <li>✓ 数据化管理</li> <li>✓ 数据化营销</li> </ul>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们认为平安拥有足够的能力顺利完成本次改革。平安拥有超过 25 年经验、国际化思维、专业化知识、复合型能力的寿险管理团队；拥有高素质的代理人队伍，产能位于行业领先水平；拥有强大的综合金融产品体系支持代理人增加收入，也为其提供更广阔的职业发展空间；拥有全球领先的科技实力，全面武装代理人，充分赋能经营。我们预计大部分寿险改革项目将在 2020 年内落地执行，2021 年起我们预计公司新单增长、新业务价值增长和寿险营运利润增长将重回两位数，重拾行业领头羊地位。

我们对比了平安寿险与其他上市同业寿险转型目标，发现公司定位于人身险市场龙头、寿险行业标杆以及客户首选。公司充分利用自身在“金融+科技”领域的独特优势，通过建立差异化产品优势、打造高产能、高收入、高质量队伍和构建“数字寿险”以此实现更高的转型格局。

表 1：龙头寿险公司价值转型对比

	平安寿险	友邦保险	中国人寿	中国太保	新华保险
战略 目标	成为全球领先的人寿保险公司，定位人身险市场龙头、寿险行业标杆以及客户首选。	对客户和股东：成为世界一流的人寿保险提供商； 对社会和人民：在推动区域的经济和社会发展中发挥领导作用	建设国际一流金融保险集团	转型 2.0 目标： 客户体验最佳、业务质量最优、风控能力最强	以寿险业务为主体，以财富管理、康养服务为两翼，以科技赋能为驱动； 确立“地位稳定第一梯队，资产突破万亿平台，规模价值同步增长，产业协同发挥效能”的“二次腾飞”发展目标

平安寿险	友邦保险	中国人寿	中国太保	新华保险
<p><b>产品升级：建立差异化产品优势</b></p> <p><b>实施渠道升级：打造高产能、高收入、高质量队伍</b></p> <p><b>全面数据化经营：构建“数字寿险”</b></p>	<p>核心竞争力是高素质人才、数字化和稳健财务报表</p> <p>现。</p> <p>精英代理人；2）精英银保渠道；3）健康和健康渠道互通、业务互动、线管理；4）客户为中心；5）上线下互融格局全面形成</p> <p>产品创新</p>	<p>推进创新驱动与转型升级、实现提质增效。保险、投资、银行三大板块协同发展，“大资管、大健康、聚焦人才和科技两大未来从五大方面入手：1）大养老”深入推进，境内关键因素，补齐关键境外两大市场有效联动，短板，实现方式转变、结构优化和动能转换</p> <p>成，努力实现国际一流金融保险集团的宏伟目标</p>		<p>个险渠道定位为渠道，转变队伍发展策略为先做大再做强，实现螺旋式增长。银保渠道将依托期趸联动优势，以贡献规模兼顾价值为主线并探索渠道合作层次形成健康险、年金险和附加险三足鼎立格局</p>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.1 平安寿险历史改革历程回眸

**求木之长者，必固其根本；欲流之远者，必浚其泉源。**平安寿险作为全国第二大人身险公司，此前历经几轮寿险改革，并在改革中不断提升自身核心竞争力。

**中国平安的发展，与改革开放同步，回眸历史，平安寿险历史上重要的几次改革如下：**

1998年，平安全面推行改革，引入麦肯锡咨询团队，针对公司粗放的管理机制引入量化考核指标（包括对FYP计划完成率、FYP增长率、个险续期收费达成率等14个指标进行评分），使平安人寿成为集团保持稳定发展的基石。2003年，平安人寿成立区域事业部，下移管理重心，加强对一线业务营销的支持力度和方向把控。2016年，平安调整管理架构，成立五大事业群/部+五大共享中心，变革重点在于一元与二元事业群的划分，“一元事业群”包括中心城市与经济较发达的地区，“二元事业群”包括其余经济发展良好及欠发达地区，独立的二元事业部将有助于更有力推进农村保险市场的开拓，是“二元战略”的加强版。2019年，平安人寿实施“2355”架构改革工程，从“一二元事业群”向“五大区域”转型过渡，组织更加扁平、高效，内部竞争活力也得到激发与提升。2020年，平安人寿将围绕改革落地需要进行顶层设计，总部形成包括渠道事业群、产品中心、运营中心和共同资源中心在内的“3+1”组织体系，在目标分解、科技赋能等方面支持改革推进。

**表 2：平安寿险历史改革历程**

时间	改革项目	主要内容
1998年	经营管理体制改革	引入麦肯锡咨询团队，将KPI（关键业绩指标）考核机制引入公司管理机制，对FYP（个险首年保费）计划完成率、FYP增长率、个险续期收费达成率等14个指标进行评分，并根据指标值和基准线确定各项目的生命指标。
2003年	成立区域事业部	成立东、西、南、北四个区域事业部，通过分区管理，收窄管理幅度，使总部方针政策、销售推动、风险管理措施得以有效执行。
2016年	成立五大事业群/部+五大共享中心	将四大区域事业部管理体制改为按一、二元市场及业务条线划分的管理体系，即“五大事业群/部（一元、二元、银保、新渠道、互联网）+五大共享中心（产品支持、科技支持、投资管理、服务支持、共同资源）”。

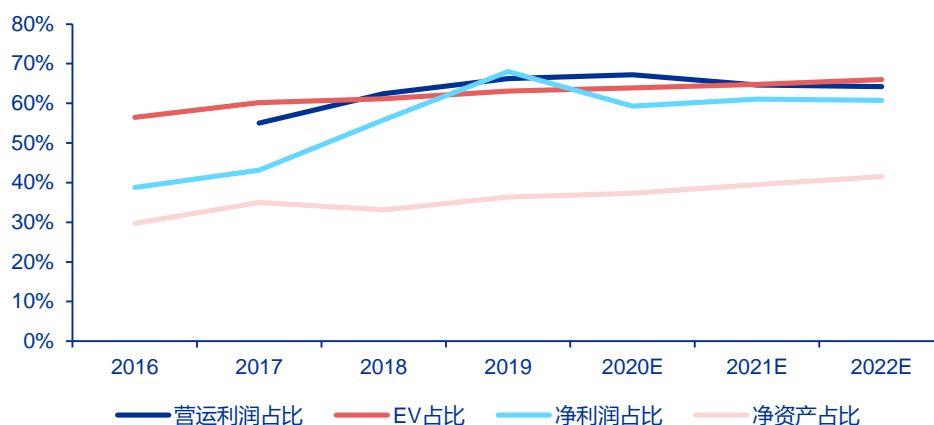
时间	改革项目	主要内容
2019 年		“两步走”（建立全面数据化雏形、数据驱动经营）实现全面数据化实施“2355”改革工程计划 经营、做大做强“三个渠道”（个险、银保、“线上+区拓”）构建“五大职能中心”（渠道管理、运营、产品、共同资源、投资管理）和“五大销售区域”（东区、西区、南区、北区、中区）。
2020 年	启动组织架构调整，打造“3+1”组织体系	总部形成包括渠道事业群、产品中心、运营中心和共同资源中心在内的“3+1”组织体系，为寿险改革工程匹配组织保障，助力数据化经营、数据化管理和数据化营销的实现，构建流程导向、端到端闭环的高效管理体系。

资料来源：公司公告，上海证券报，《无止境》，申万宏源研究

## 2.2 平安寿险是集团业绩最核心贡献

平安寿险业务是集团最重要的利润来源，也是集团估值的核心支撑点，寿险业务的战略布局对集团战略、业绩、价值有着决定性的作用。寿险改革成效对集团可谓是动一发而牵全身。2019 年平安寿险对集团核心财务指标贡献如下：营运利润（66%）、EV（63%）、净利润（68%）、净资产（36%）。

图 11：平安寿险是集团业绩最核心贡献



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.3 平安 NBV 六因子驱动模型——客户经营视角

2016 年起中国平安主动将利润披露口径划分为集团个人业务利润与集团团体业务利润。集团个人业务基于“一个客户、多种产品、一站式服务”的客户经营理念，围绕五大生态圈，在“金融+科技”、“金融+生态”的规划指引下，持续推动“科技赋能金融、科技赋能生态、生态赋能金融”。平安寿险本轮改革的落脚点将仍是新业务价值（NBV）的持续稳健增长，同时为了更好地体现平安将以个人业务为中心，本文建立了**平安 NBV 五因子驱动模型——客户经营视角**，以更好地分析公司的改革方向及未来 NBV 增长预测。

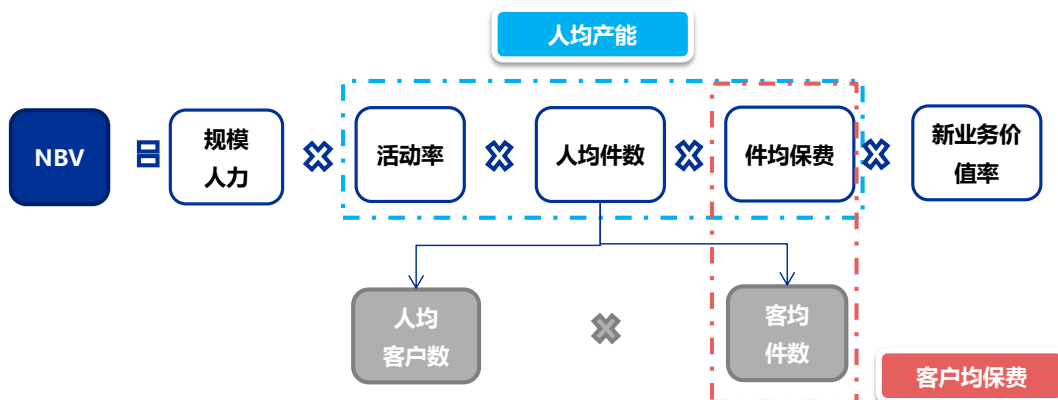
传统个人寿险业务的经营模型为：

个险渠道 NBV = 规模人力 × 活动率 × 人均件数 × 件均保费 × 新业务价值率

我们在本篇报告中建立了的经营模型如下：

个险渠道 NBV=规模人力×活动率×人均客户数×客均件数×件均保费×新业务价值率

图 12：平安 NBV 五因子驱动模型——客户经营视角



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们将代理人产能中的人均件数拆分为人均客户数与客均件数的乘积，这体现了经营思维从代理人向客户经营思路的转变。**人均客户数（客户数量/月均代理人）**体现了寿险公司代理人拓展自身客户群体的能力，**客均件数（人均件数/人均客户数）**体现了寿险公司客户画像水平，而这两者的背后均为公司客户服务能力。

从五因子角度出发，规模人力是此前“人海战术”的核心观测指标，随着平安寿险持续聚焦绩优人力，“提质”重要性在“扩量”之前；活动率是队伍质态的核心指标，主要与公司基本法设计、执行与考核相关；件均保费主要受产品与定价策略影响，客观来看储蓄型业务件均保费较高但价值率较低，而保障型业务则件均保费相对较低但价值率较高。**人均客户数和客均件数则是平安相较于同业潜在的突破口**，一方面如果能得到科技手段的有利加持，通过提升客户触达率和客户服务效率，可以增加公司服务客户能力；另一方面，平安拥有集团综合金融的优势，基于“一个客户、多种产品、一站式服务”的客户经营理念，通过生态赋能金融的独特优势构建客户粘性。

表 3：平安寿险及健康险中个险渠道 NBV（六因子驱动模型——客户经营视角）

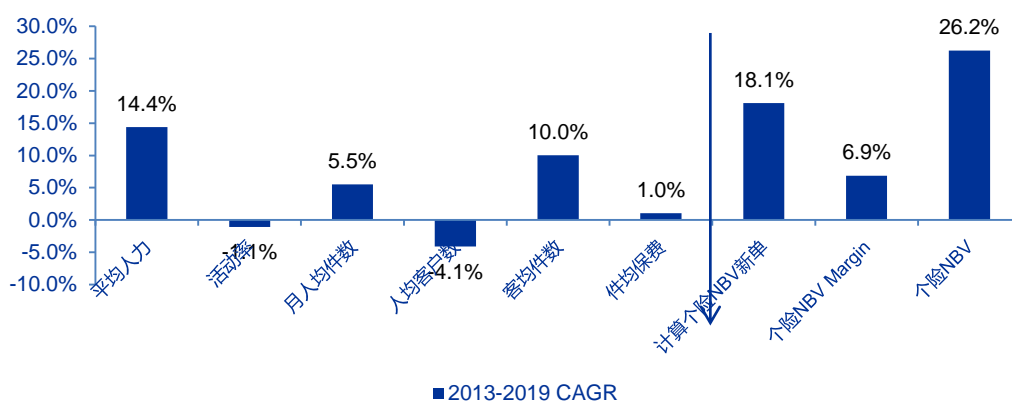
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
平均人力（万人）	53.5	59.6	75.3	99.0	126.0	132.0	120.0	14.4%
活动率	65%	65%	65%	65%	66%	63%	61%	-1.1%
新业务客户数量（万人）	369	401	615	722	911	1,032	686	10.9%
月人均件数（件）	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4	5.5%
人均客户数（个）	4.48	4.37	5.31	4.74	4.74	4.89	3.48	-4.1%
客均件数（年化）	2.68	3.02	2.71	3.04	3.04	2.99	4.75	10.0%
件均保费（元）	5,894	5,676	6,030	6,518	6,978	6,764	6,272	1.0%
个险渠道新单保费（百万元）	40,190	53,308	73,197	101,634	136,657	130,715	124,631	20.8%
计算 NBV 新单保费（百万元）	38,680	46,731	69,347	90,357	121,798	112,712	105,043	18.1%
个险渠道新业务价值率	43.6%	44.5%	43.5%	51.4%	49.9%	57.1%	64.9%	6.9%
个险渠道新业务价值（百万元）	16,860	20,800	30,174	46,413	60,786	64,401	68,209	26.2%

资料来源：公司公告，申万宏源研究



我们根据六因子驱动模型——客户经营视角的模型复盘了平安寿险及健康险个险渠道 NBV 历史增长情况。2013 年至 2019 年这 6 年中，公司个险 NBV 复合增速为 26.2%，其中用于计算个险 NBV 的新单保费 CAGR 为 18.1%，个险渠道 NBV Margin CAGR 为 6.9%，量价齐升推动 NBV 保持远超行业平均的两位数增长。其中，平均人力 CAGR 为 14.4%，为最重要新单驱动因素；活动率 CAGR 为 -1.1%；人均客户数 CAGR 为 -4.1%，客均件数 CAGR 为 10.0%，两者共同推动下月人均件数 CAGR 为 5.5%；件均保费近年来基本持平，CAGR 为 1.0%。

图 13：平安寿险及健康险 NBV 驱动因素分析（根据 2013-2019 年 CAGR 计算）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们根据平安本次寿险改革的策略和自身优势制作下表，试图找到公司在六因素驱动模型中核心竞争力。我们认为公司专业而稳定管理团队、高素质的代理人队伍、强大的综合金融优势和领先的科技实力以及领先的中心城市布局是公司护城河，也是顺利完成本次寿险改革的有利保障。

表 4：平安寿险改革策略及自身优势六因素驱动模型中的核心竞争力

	寿险改革策略中提升与优化能力			平安优势及策略
	产品升级	渠道升级	数据化经营	
平均人力		★	★	基本法升级，以达成人力持续增长、结构持续优化、收入持续提升三大目标
活动率	★	★	★	通过总结经验，大数据和 AI 建立智能组训模式，对每一个代理人进行动态发展路线
人均客户数	★	★★	★★★★	互联网用户向集团客户持续转化 数据化经营从内容营销、社交营销、活动营销、服务营销等提升客户触达率 中心城市布局领先，有助于提升客户画像
客均件数	★	★★★★	★★	构建代理人多产品运作能力，丰富销售技能 通过以优增优提升队伍质态，进而优化客户画像
件均保费	★			中心城市布局领先，客群购买率优于同业
个险 NBV Margin	★★★★			深化“产品+”策略转型，以客户需求为导向，NBV Margin 将继续保持高位

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.3.1 专业稳定的管理团队

平安寿险改革核心管理团队集合马明哲、陈心颖、陆敏、姚波、余宏等多位高管，平均年龄为 50 岁左右，平均司龄在 20 年以上，具有深厚的保险行业管理经验，深谙国内外寿险行业的发展规律，了解平安寿险业务多年历史及当下潜在危机。2019 年 11 月，寿险改革领导小组成立，马明哲亲自挂帅，陈心颖全面负责主要项目，姚波、陆敏任副组长，下设执行小组副组长包括集团企划部总经理付欣、寿险 CEO 兼总经理余宏等。马明哲、陆敏、姚波和余宏均亲历此前平安寿险业务改革，为此次改革充分积累经验。同时，值得注意的是，平安各个子公司经营团队相对独立，各个板块的业务形成三大特色，分别为总部大脑强、系统平台强、科技力量强，这样机制和平台优势也是同业难以复制，也不会因为集团或子公司部分领导变动而发生重大变化。寿险公司经营有着明显的“前人栽树、后人乘凉”内涵，专业而稳定的管理团队，持之以恒并尊重寿险经营客观规律的经营战略对寿险公司而言至关重要。

表 5：平安寿险改革高管团队

姓名	年龄 (岁)	司龄 (年)	集团内主要职务	个人主要履历
马明哲	65	32	平安集团创始人、董事长	1988 年 3 月创建平安保险公司。先后任平安集团总经理、董事、首席执行官、董事长兼首席执行官。成立平安前曾任招商局蛇口工业区社会保险公司副经理。
陈心颖	43	7	联席首席执行官、执行董事、常务副总经理	自 2020 年 4 月起出任董事。任平安银行、平安产险、平安寿险、平安资产管理等平安多家控股子公司的董事，以及集团首席运营官、平安科技董事长，亦为陆金所控股、金融壹账通、平安好医生、医健通医疗健康科技管理有限公司的非执行董事。历任首席信息执行官、副总经理、副首席执行官。曾任麦肯锡全球董事（合伙人）。
姚波	49	19	平安集团联席首席执行官、常务副总经理、首席财务官、总精算师	自 2009 年 6 月起出任董事。为平安银行、平安寿险、平安产险、平安资产管理等本公司多家控股子公司的董事、陆金所控股及平安好医生的非董事。历任平安副总经理、产品中心副总经理、副总精算师、企划部总经理、财务副总监及财务负责人。曾任德勤会计师事务所咨询精算师、高级经理，北美精算师协会会员(FSA)。
陆敏	60	23	首席保险业务执行官、首席信息执行官；汽车之家董事长兼首席执行官	历任平安寿险副总经理兼银保事业部总经理、平安健康险董事长兼首席执行官、平安集团战略发展中心主任等职务。
余宏	52	23	平安人寿总经理兼首席执行官	历任平安人寿总部保费部收费企划室主任，平安人寿董事长办公室主任、副总经理，平安人寿重庆分公司副总经理、总经理，平安人寿总公司总经理助理、平安人寿总公司常务副总经理等职务。
付欣	41	3	集团企划部总经理	现任集团企划部总经理、平安不动产有限公司董事。付欣女士先后在普华永道、罗兰贝格咨询任职，曾担任金融行业合伙人，同时负责统筹医疗健康行业、地产金融等相关重大项目。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.3.2 高素质代理人队伍

得益于平安践行以优增优的健康发展理念，以及在中心城市的优势布局，公司拥有一支高素质队伍。经测算从月均人均产能角度分析来看，1H20 平安寿、国寿、太保寿、新华和人保寿险同比增速分别为 0.6%、4.3%、-28.9%、-20.0%和-21.9%至 8,898、8,375、4,183、3,578 和 2,968 元/人/月（注：测算方法为代理人渠道新单保费/平均代理人规模/12，平安人寿和人保寿险为规模保费口径，新华和人保为披露口径）。展望未来，我们认为个险渠道仍将成为价值的重要贡献，并将从过去的代理人-新单-总保费逐步变化为代理人-人均 NBV-价值。我们测算的代理人人均收入指标（寿险业务手续费及佣金支出/期初期末代理人人数）达 5,447、4,416、2,789、3,103 和 2,889 元/人/月，同比增速分别为-0.6%、-12.5%、-24.2%、-21.3%和-31.1%，平安队伍收入依旧傲视同业，1H20 行业人均收入出现不同程度的下降主要和疫情期间高佣金率保单销售难度增加以及线下增员难度加大队伍组织收入减少有关。

表 6：上市险企代理人队伍质态对比（2020 年中期）

	代理人期末数量（万人）	同比	人均产能（元/人/月）	同比	人均收入（元/人/月）	同比
中国平安	114.5	-1.88%	8,898	0.6%	5,447	-0.6%
中国人寿	169.0	4.77%	8,375	4.3%	4,416	-12.5%
中国太保	76.6	-3.04%	4,183	-28.9%	2,789	-24.2%
新华保险	52.6	3.75%	3,578	-20.0%	3,103	-21.3%
人保寿险	51.2	30.91%	2,968	-21.9%	2,889	-31.1%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

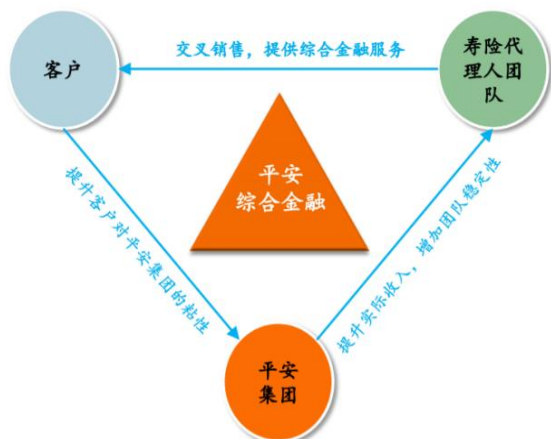
### 2.3.3 强大综合金融优势与领先科技实力

中国平安拥有强大综合金融优势（科技赋能金融、科技赋能生态、生态赋能金融）与领先科技实力。近年来公司提出“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。公司依托搭建起来的业务场景，留存流量和资源，实现“场景+客户+服务”的生态闭环，这是“科技赋能生态”；有了业务场景和服务交易，自然会跟底层的金融产品挂钩，这是“生态赋能金融”；当用户与平安的卷入程度从最初的场景到业务，最后再发展到金融服务时，不断强化的用户黏性又会进一步拓宽业务场景，实现“金融赋能生态”的良性循环。

**综合金融领域，互联网用户向集团客户持续转化。**集团互联网用户总数从 2015 年的 2.42 亿人逐渐增长至 1H20 的 5.6 亿人。平安互联网金融公司围绕用户的生活需求，提供生活服务场景，将金融嵌入线上生活服务。用户通过使用互联网服务平台转化为平安的客户。2015 年个人客户数为 1.09 亿人，其中由互联网用户转化的客户为 0.57 亿人，1H20 个人客户数增长至 2.1 亿人，其中由互联网用户转化的客户为 1.85 亿人。交叉渗透程度稳步提升。平安发挥综合金融集团优势，为用户提供一站式、多元化金融和生活服务，体验到良好的服务后，个人客户在旗下子公司内进服务迁徙。集团持有多家子公司合同的个人客户数由 2015 年的 2100 万人增长至 1H20 的 7800 万人 其占比由 19.0%提升至 37.3%。从客户数来看，富裕人群的总数及其在总体客户数的占比不断提升，2016 年富裕人群为

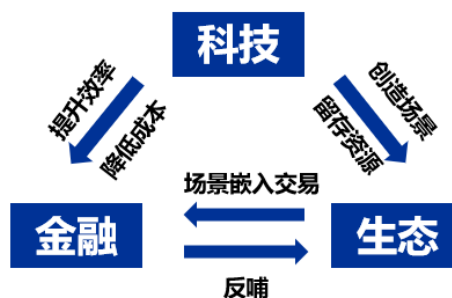
2.49 亿人，仅占总客户数的 19%，2019 年富裕人群数量上升至 6.29 亿人，占比上升至 31%。2019 年富裕人群人均保险合同数增长至为 3.88 个（集团为 2.64 个）。

图 14：平安综合金融优势明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：平安践行“科技赋能金融，科技赋能生态，生态赋能金融”战略



资料来源：公司公告，申万宏源研究

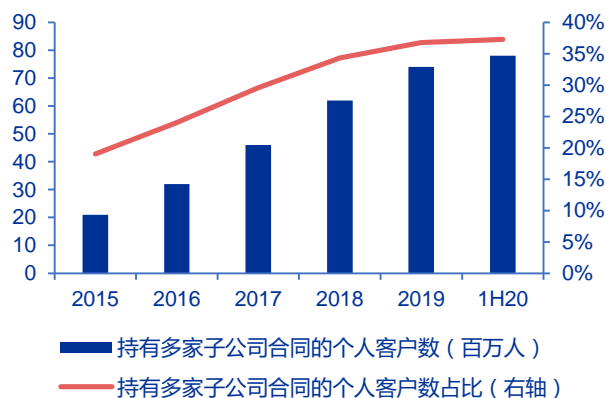
**寿险代理人收入通过综合金融模式得到有效的提升。**寿险代理人交叉销售收入 2019 年为 797 元/月，占总收入比例为 12.6%，平安银行理财和车险客户推荐预计是主要贡献来源。交叉销售渠道贡献保险业务持续增长，2019 年通过寿险代理人渠道交叉销售实现平安产险、平安养老险和平安健康险保费收入 581.60 亿元，同比增长 13.0%。

图 16：平安用户到客户的互联网转化（单位：百万人）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：持有多家子公司合同的个人客户数及占比稳步提升（单位：百万人）



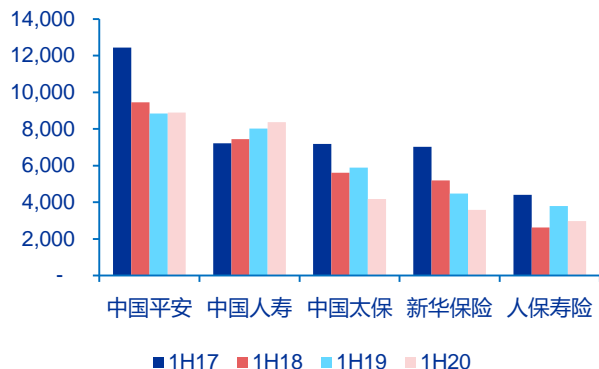
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.3.4 中心城市布局领先

**平安始终占据中心城市保费市占率排名前列，并于 2014 年超越中国人寿，此后始终占据主要上市同业首位。**2017 年后更是加快了增长速度，2018 年平安中心城市保费市占率已达到 22.9%，较 2011 年的 18.2% 明显提升。中心城市是兵家必争之地。友邦人寿在内地的扩张策略沿袭了此前核心城市布局的思路。未来友邦中国将会聚焦在 10 至 12 个经

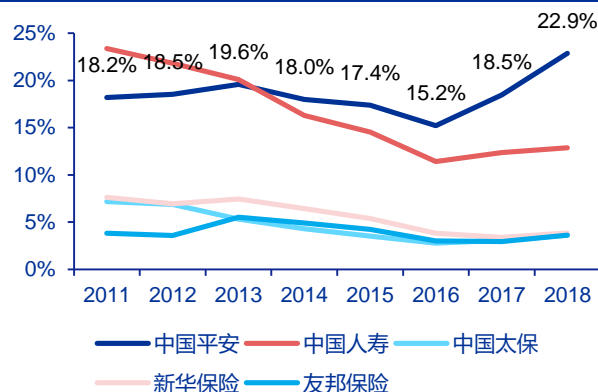
济发展水平较高、中产人群数量较多的省份，预计到 2030 年，这些重点省份市场将辐射 3.66 亿中产人群，内地市场将辐射 6.56 亿中产人群，达到 2020 年预测人数的 4 倍。

图 18：上市险企代理人渠道人均产能<sup>1</sup>（单位：（元/人/月））



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：上市险企中心城市保费市占率对比



资料来源：银保监会，申万宏源研究；

注：中心城市包括北京、上海、广州（不含深圳）和深圳

## 3. 平安寿险改革核心策略

### 3.1 核心策略 1：产品升级

**平安坚定“以客户需求为中心”，打破“一款产品打天下”惯性策略。**公司坚定地提出“以客户需求为导向”，提升产品策略的前瞻性，打破此前“一款产品打天下”的传统寿险营销做法，发挥集团综合金融优势，构建“寿险+”产品体系，形成差异化竞争优势。公司正在围绕客户的生活场景营造生态概念，打造平安的产品“+医疗健康、养生养老、教育服务”等场景，更好地满足客户的全方位、多场景的生活需求。

**构建寿险+，产品+策略。**平安寿险持续深化“产品+”策略转型，以客户需求为导向，细分健康管理、慢病管理、养老等服务场景，将保险产品与关联服务深度融合，规划、构建多层次、场景化的“产品+”服务体系，拓展服务边界，满足客户对风险保障及多维度服务的需求。在保障型产品方面，平安寿险上市满足大众客户返本和重疾需求的新产品，在不断提升在售主力保障产品竞争力的同时，推出长期护理险以开拓新的保障市场。针对细分市场，平安寿险采用“专属产品+服务”模式，推出针对特定人群如糖尿病人群的专属产品来匹配客户健康周期，并提供不同的健康管理服务来满足各类客群全方位的健康风险管理需求。在健康管理领域，通过优化“平安 RUN”奖励规则，营造服务场景，提高客户、代理人、公司之间的互动频率，提升客户体验，增强客户黏性，促进客户经营效果提升。在长期储蓄型产品方面，平安寿险加大长缴业务的推动力度，以满足客户的长期年金储蓄需求。1H20 受疫情冲击，平安传统代理人线下展业受阻，高件均、高价值的长期保障型业

<sup>1</sup> 注：新华、平安、太保（2017 年及以前）和人保寿险为披露数据，其余为测算数据，测算方法为：代理人渠道新单保费/平均代理人规模/12；平安人寿和人保寿险为规模保费口径



务销售难度大幅增加，与此同时传统代理人队伍管理、培训、触客难度增加，产能有所下滑。公司推出而进一步获客、黏客，为疫情后业务恢复奠定基础。

表 7：平安寿险主要保障型产品对比

产品名称	平安福	平安福上福	平安糖保保	平安守护百分百	平安爱满分	
产品形态	终身寿险+重疾	终身寿险+重疾	终身寿险+重疾	两全+重疾	附加重疾	
投保年龄	28 天-55 周岁	18-55 周岁	18-55 周岁	28 天-55 周岁	28 天-17 周岁	
保险期间	终身	终身	终身	投保时至 60 周岁/70 周岁/80 周岁，可选择	30 年	
是否分红	非分红	非分红	非分红	非分红	非分红	
等待期	90 天	90 天	90 天	90 天	90 天	
轻症保障	轻症额度	额外给付 20%	额外给付 20%	额外给付 20%	无	额外给付 20%
	轻症种类	20 种	60 种	50 种	无	50 种
	赔付次数	3 次	3 次	3 次	无	3 次
重症保障	重症额度	100%	100%	100%	100%	100%
	重症种类	80 种	100 种	100 种	80 种	100 种+少儿特定 15 种
身故	18 岁前身故	返还保费	——	——	返还保费	——
	18 岁后身故	基本保额	基本保额	基本保额	基本保额	——
特色	配合平安 RUN（在前两个保单年度内，至少 450 天/600 天达成每天 10000 步的运动目标，第三个保单年度主险及重疾保障额度增加 5%/10%）		1.葡萄糖耐量异常或 2 型糖尿病患者经核保后可投保 2.提供血糖管理服务	返本型重疾险，在经济不确定环境下，吸引力更强	针对重疾、少儿特定重疾和特定轻症重疾分类赔付	
费率对比（30 万保额）		30 岁男性			0 岁男性	
缴费年限	20 年	20 年	15 年	20 年，保至 60 周岁	15 年	
只包含主险责任 （单位：人民币/年）		6120	6180	10470	6450	5100

资料来源：公司官网，申万宏源研究

**构建寿险产品+、综合金融+、非金融+体系，将寿险产品与多方面服务结合。**寿险产品+，寿险产品与康养相结合。平安寿险吸收国际经验，构建自有康养体系，并提供寿险教育年金、寿险医疗服务等相应保障资源，解决客户一体化需求。**综合金融+**，平安将发挥综合金融集团的优势，打造四通一平体系（数据通、账户通、权益通、产品通、一站式平台），给客户一站式销售和体验，客户将同时享受平安车险、银行信贷、证券投资等综合服务。**非金融+**，平安寿险结合使用频次高的非金融产品销售，利用集采优势给予客户价格优惠，提高寿险销售频次。例如平安集团与上海家化进行业务合作，平安集团相关业务员向其客户宣传上海家化的品牌和产品，使其客户通过互联网平台进行购买，由于日用品的复购率较高，这一销售业务给代理人带来了更多接触客户的机会。通过公司历年保费收入排名前五的产品发现，公司产品结构较为丰富，分红型年金仍是主要规模构成，平安福等保障型产品的贡献度也在提升，多元化的产品布局将为客户更全面的保障+储蓄。

表 8：平安寿险及健康险近五年保费排名前五产品

2019	2018	2017	2016	2015
赢越人生年金保险（分红型）	赢越人生年金保险（分红型）	赢越人生年金保险（分红型）	尊宏人生两全保险（分红型）	尊御人生两全保险（分红型）
金瑞人生年金保险	尊宏人生两全保险（分红型）	尊宏人生两全保险（分红型）	平安福终身寿险	金裕人生两全保险（分红型）
平安福终身寿险	平安福终身寿险	平安福终身寿险	尊御人生两全保险（分红型）	平安福终身寿险
玺越人生（少儿版）年金保险（分红型）	玺越人生（少儿版）年金保险（分红型）	尊御人生两全保险（分红型）	鑫利两全保险（分红型）	鑫利两全保险（分红型）
玺越人生（成人版）年金保险（分红型）	玺越人生（成人版）年金保险（分红型）	鑫利两全保险（分红型）	鑫盛终身寿险（分红型）	尊越人生两全保险（分红型）

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**通过对拳头产品平安福的历次迭代后发现，公司逐步走向以客户为中心，终身重疾组合+成为未来主流。**我们认为公司素质较高的队伍和销售实力、家喻户晓的平台认知度、持续升级的更有益于客户的产品形态，是支撑该产品较高新业务价值率重要因素。平安 RUN 的加持吸引了更多年轻客户群体的尝试并通过健康管理+实现与客户的双赢，平安福（19II）剥离出长期意外险，平安福（20）将主险从终身寿险转变为终身重疾，产品+策略得到有力的印证。

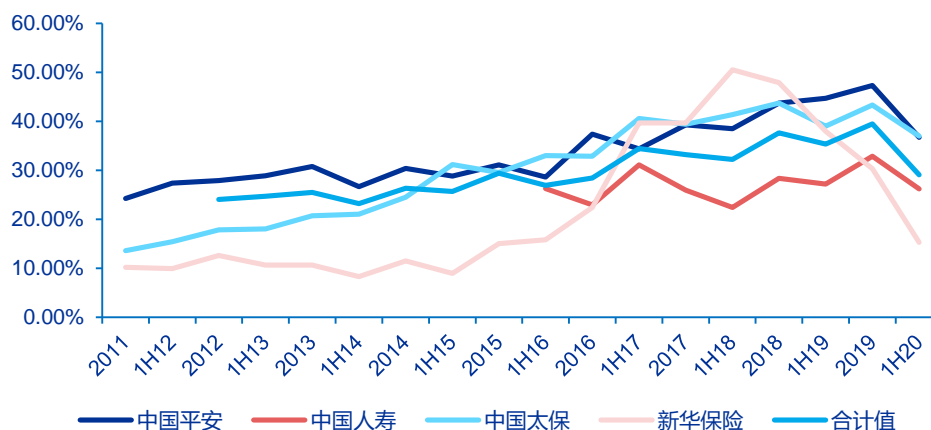
表 9：平安福重要更新迭代

时间	事件
2013 年 10 月	平安福（成人版）上线
2016 年 4 月	平安福（少儿版）上线
2016 年 9 月	加入 RUN 概念，若达到约定的运动状态，身故/重疾的保额分档次提升（当前为在前两个保单年度内，至少 450 天/600 天达成每天 10000 步的运动目标，第三个保单年度主险及重疾保障额度增加 5%/10%）
2019 年 7 月	取消了长期保持的寿险+重疾险+长期意外险的打包组合形式，长期意外险不再强制捆绑；于等待期内发生的保险事故只退还保单的现金价值改为退还保费
2020 年 4 月	平安福 2020 升级为单次赔付终身重疾险，主险由终身寿险转变为终身重疾险

资料来源：公司公告，申万宏源研究

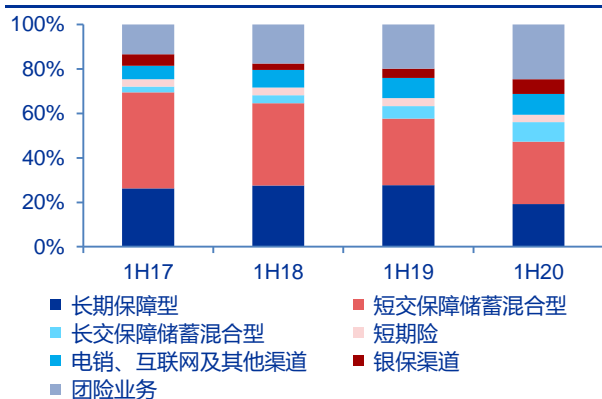
**未来产品价值率展望。**2019 年，上市险企按照首年保费计算的新业务价值率（NBV Margin）由高至低分别为平安（47.3%）、太保（43.3%）、国寿（32.9%）和新华（30.3%），上市同业平均为 39.5%，平安处于绝对领先地位。我们预计，随着公司持续构建寿险+，产品+策略，NBV Margin 将继续保持高位，2020 年受疫情冲击调整产品策略，不影响价值 NBV Margin 中枢。

图 20：平安寿险价值率在上市同业中处于绝对领先水平



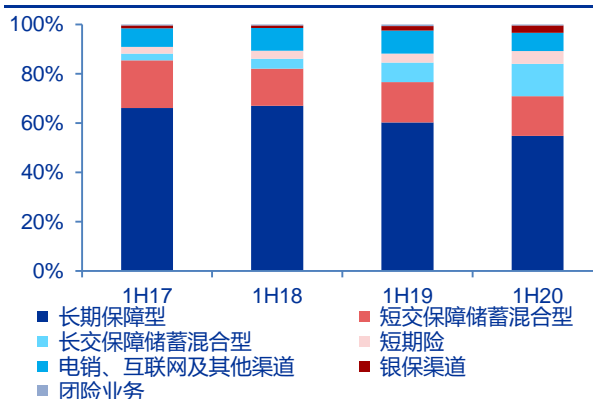
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：中国平安新业务价值新单构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：中国平安新业务价值构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**1H20 平安寿险及健康险价值率主要受主力产品的切换影响。从上市同业来看，**受新冠肺炎疫情疫情影响，人身险传统代理人线下展业受阻，高价值保障型销售难度大幅提升，1H20 上市险企合计 NBV 同比增速为-12.5%。平安 1H20 长期保障型新单同比大幅下滑 36%，占新单的比重由去年同期的 27.7%降至 19.3%，短期储蓄保障混合型业务久期降低的影响价值率下降 7.3 百分点至 17.22%，主力产品由平安福切换至守护百分百（平安福主险为长期保障型，而守护百分百主险为两全属于长交保障储蓄混合型），长期保障型业务对 NBV 贡献由 72.4%下滑至 54.8%。

### 3.2 核心策略 2：渠道升级

销售管理方面，优化基础管理工作，构建代理人多产品运作能力，丰富销售技能；队伍管理方面，优化代理人基本管理办法组织发展路径，实现队伍分群管理，严明公司纪律与文化；培训管理方面，加大培训投入，升级培训模式，帮助一线代理人第一时间得到千人千面的高品质培训、产品和数字化营销的客户资源支持，强大的后台支撑和展业工具。

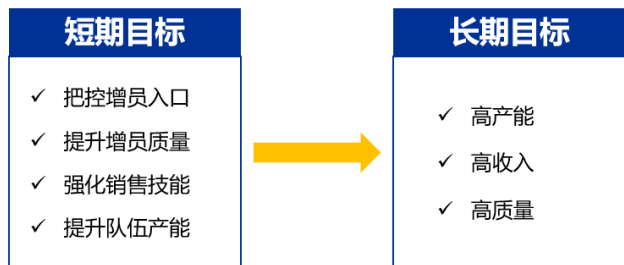
短期聚焦“增员+增产”，把控增员入口、提升增员质量，强化销售技能、提升队伍产能；  
长期打造一支高产能、高收入、高质量的代理人队伍。

图 23：销售管理、队伍管理、培训管理示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：代理人队伍渠道短期与长期目标



资料来源：公司公告，申万宏源研究

#### ► 平安寿险基本法升级，有望助推代理人量质齐升

**平安人寿“基本法”作为支持队伍转型升级的直接管理工具，是改革项目的重要支撑。**

“基本法”修改目标与背景。目标为支撑寿险改革、支持代理人转型升级两大目的，达成人力持续增长、结构持续优化、收入持续提升三大目标，以为解决队伍大进大出顽疾并将利益更多倾斜至一线销售队伍。

**长短兼顾，由量到质。**新版基本法的短期策略为增加增员动力、持续扩量；长期策略为优化队伍结构、质量转型，线上线下结合、经营增效。**基本法升级体现在三大维度：待遇升级、关怀升级、管理升级。**其中，待遇升级覆盖新人、绩优、主管三类人群。

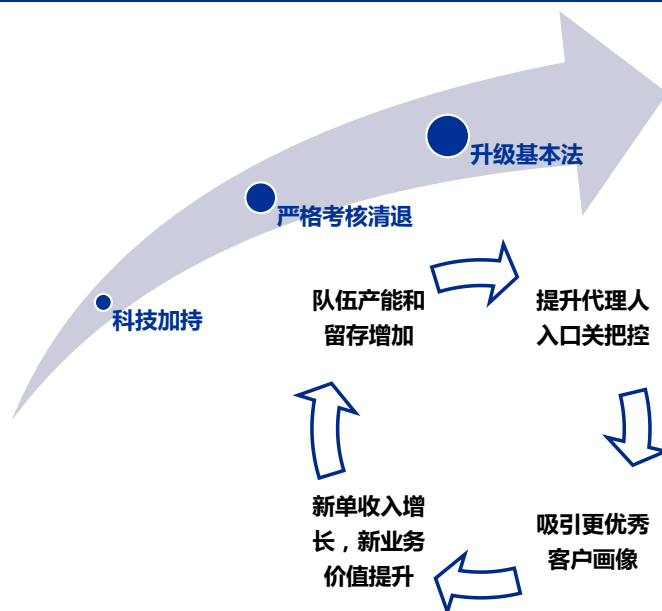
**本次基本法的升级体现了差异化的发展策略。**通过对分支机构分层管理将机构分为人力型、平衡型、产能型 3 类，支持机构分类经营。其中，产能型机构核心目标是提高代理人产能，以优才增员为主，适用于经济发达地区；平衡型机构核心目标平衡了人力增长与产能提升，适用于经济中等地区；人力型机构，核心目标侧重于人力规模的提升，但仍要求一定质量，适用于经济欠发达地区。

**“基本法”修订落地有望助推代理人量质齐升。**截止 1Q20 平安已经连续 6 个季度代理人队伍出现负增长，主要系公司坚定高质量人力发展策略，以提升队伍产能和收入为核心目标。我们认为平安正在沿袭健康人海战略，实现有质量的人力成长是公司核心目标。我们预计公司将在 2H20 逐步企稳队伍规模，并且以更积极的姿态迎接 2021 年开门红，开门红 2021 年新单和价值保持两位数增长，产品结构将更加均衡。

**新版基本法有望实现“以优增优”。**“队伍发展-新单增长-代理人收入增长-队伍产能和留存增加”是当前行业队伍发展的良性循环。有效的费用投入是起点，有效的队伍管理机制（招募、培训、管理、育成）是护城河。而平安在此基础上坚持有质量的人力发展，强化科技转型力度，重点提升代理人素质。通过科技加持举措加强代理人甄选、严格执行考核清退机制，夯实代理人渠道基础管理，同时升级代理人基本管理办法，吸引高素质人

才加盟，多途径推动代理人渠道高质量发展，产能进一步提升，**进而形成了“提升代理人入口关把控——吸引更优秀客户画像——新单收入增长，新业务价值提升——队伍产能和留存增加”更高质量的良性循环。**平安近年来寿险改革初显成效，队伍质量进一步提升，截至 2020 年 6 月末，高潜能优才数量达 10 万，同比增长 1.9%；上半年新入职的大专及以上学历代理人在新入职代理人数量中占比 33.9%，占比同比上升 5.6 个百分点。

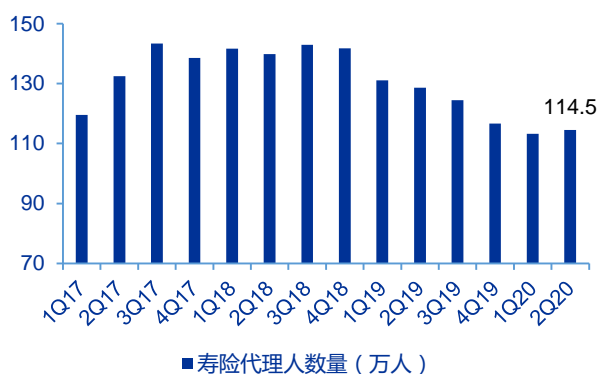
图 25：平安通过“以优增优”实现队伍质态正循环



资料来源：公司公告，申万宏源研究

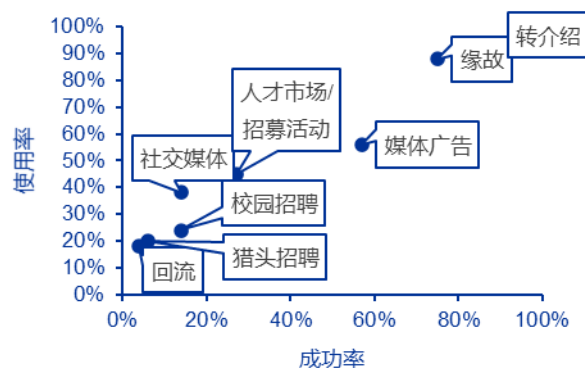
**平安代理人队伍量质双升可期。**受疫情影响，截至 2020 年 6 月末，平安寿险代理人规模较年初下降 1.9%；但随着第二季度增员环境有所改善，代理人规模逐步恢复，第二季度末代理人数量较第一季度末环比增长 1.2%。

图 26：平安寿险代理人队伍于 2Q20 企稳，告别此前连续 6 个规模下降的态势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：招募方式使用率及效果（成功率）对比



资料来源：LIMRA，申万宏源研究

### ➤ 平安银保渠道改革

平安寿险的银保改革主要包括打造银保新模式，做强总部产品及科技能力，以强化科技赋能和价值经营为导向，对“产品+科技+渠道”全面升级。



**产品：**将构建专属的产品团队，聚焦长期储蓄型和风险保障型保险产品，满足客户的储蓄、保障、养老等全方位需求。（需要制定一套针对不同类型客户、不同保障需求、不同营销场景的营销运作模式，规范销售流程，强化过程管理）

**科技：**将强化科技赋能和线上化经营，进一步提升客户经营及服务、渠道管理、销售支持等方面的智慧化程度。

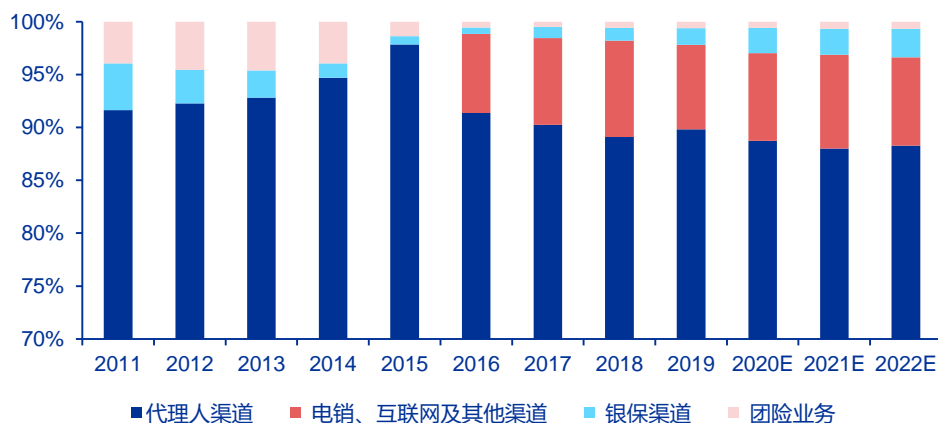
**渠道：**一是平安人寿与平安银行紧密合作，以客户需求为导向，全面构建科技、产品、服务、队伍、营销支持体系，将银保产品作为客户资产配置的重要组成部分，形成一套专业化、智慧化的银保业务新模式；二是做精外部合作银行业务，一方面提升客户经理的素质和技能，另一方面通过科技赋能，完善业务流程，改善客户体验，协助合作银行为客户提供更好的保障和服务。平安人寿后续也会尝试与有意愿的银行探索独家代理模式。同时，银保渠道加强价值导向，不销售理财类产品。

根据 2019 年末银保监会发布的《商业银行代理保险业务管理办法》中提到的**商业银行应当充分发挥销售渠道优势，保险公司应当充分发挥长期资产负债匹配管理和风险保障的核心技术优势**。公司将通过“线上+线下”打造平安银保新模式，在与外部银行合作中，通过对银保机构或团队推动“标准控制、以收定支”模式，来激发机构、销售队伍的潜力，平安银保总部与机构也将通过扁平化管理来提升管理效率。

**平安此次改革目的之一是精细化管理，打造险企与银行的独家代理人关系，实现双赢，确保价值率和控制销售成本。**银保业务中间成本相对较高，为了控制销售成本，平安在组织结构上进行了调整。部分银保专业人员成为平安银行专属销售经理，同时仔细选择部分其他银行，做精做细合作行，尤其关注形成独家合作关系，让银保渠道成为重要价值贡献的来源。

**而就平安银行的合作而言，我们认为双方将有明确的考核指标。**我们预计，银行要求整体中收只升不降，平安要求 NBV 只升不降，双方将通过提量的方式摊薄渠道费用率以此实现双赢。

图 28：平安银保渠道 NBV 占比提升仍有空间



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.3 核心策略 3：全面数据化经营

**平安此前在数字化寿险的探索在业内已属绝对领先。**在 2004 年之前，平安人寿在科技方面的应用，主要是从内勤需要出发来建设系统。2004 年开始，公司步入数字化寿险 1.0 传统科技阶段，开始搭建为外勤服务的操作系统，这一决策让平安又领先了同业近十年时间，2012 年“E 服务”App（后更名为“平安金管家”）上线，帮助代理人完成售前的所有作业环节。2014 年代理人 App“口袋 E 行销”上线（已包含销售管理、客户管理、增员管理、基础管理等模块），标志公司正式步入数字化寿险 2.0 移动互联时代，2015 年平安首创空中签名 MIT 掌上投保模式。在 3.0 人工智能时代，AI 技术已经在代理人增员、培训、队伍管理、销售模式和服务等五个业务场景中，得到广泛有效的运用。具体表现为：AI 增员、千人千面培训、AI 助理在线活动管理、SAT 销售、AI 服务与风控。

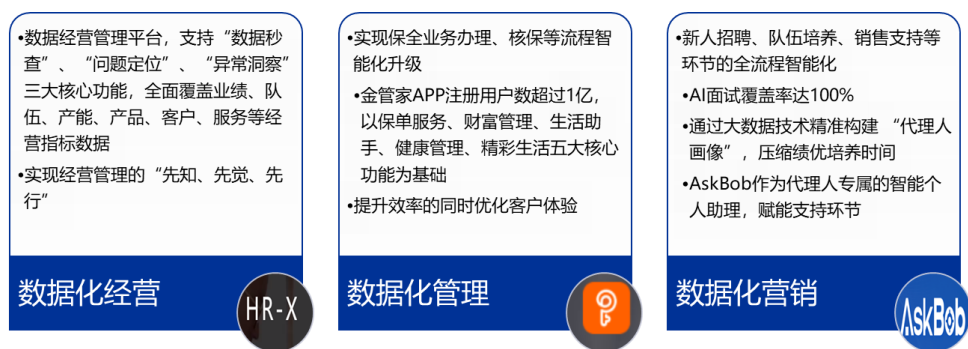
**表 10：平安数字化寿险探索历程**

主要阶段	年份	事件	主要内容
1.0 传统科技 2004-2014	2004	初次数字化改革	搭建为外勤服务的操作系统，构建内勤经营管理平台；构建全系统产品经营平台，系统性开展产品设计、上市、运作；推动前中后台 E 化建设，构建 E 行销、E 服务等 E 化平台，提高内外销售、服务、管理的 E 化水平；构建“综合开拓个人业务管理委员会”，完善 1+N 产品体系，推动业务员向综合金融客户经理转型，实施 SAT（社交、移动应用程序、远程）及需求工程等销售模式。
	2012	“E 服务”App 帮助代理人完成售前的所有作业环节，从主顾开拓、亲熟建（后更名为“平立、需求激发到保障分析，均予以全方位的 E 化支持，通过安金管家”）上智能指挥，清晰指引代理人队伍高效完成售前的邀约、拜访、促成等诸多活动环节。	
2.0 移动互联 2014-2016	2014	代理人 App“口袋 E 行销”上线	包含销售管理、客户管理、增员管理、基础管理等模块，已成为代理人便捷的销售支持平台、高效的客户经营平台、智能的管理工作平台。
	2015	首创空中签名 MIT 掌上投保模式	以代理人“口袋 E”客户端和客户平安金管家 App 客户端为载体，将移动展业场景和空中签名、人脸识别等一系列创新技术融合，对接云端互通，在风险可控的前提下实现远程投保。
3.0 人工智能 2016-	2016	AI 技术应用	AI 技术已经在代理人增员、培训、队伍管理、销售模式和服务等五个业务场景中，得到广泛有效的运用。

资料来源：公司公告，《无止之境》，申万宏源研究

**全面数据化经营**的核心理念在于打造“数字化寿险”。公司“数字化寿险”经营基础来自强大的科技实力，平安将生物识别（脸谱/声纹/微表情）、大数据（超过 26000 个维度，500 个以上的数据专家）、人工智能（机器学习/NLP/机器人）、云（金融云/医疗云/政府云/企业云）、区块链（资产交易/医疗健康/数字货币/融资&贷款）广泛运用于客户经营、渠道管理、客户服务以及风险管控四大业务领域。**提升效率、降低成本、强化风控和改善体验是出发点和落脚点。**

图 29：平安寿险改革中全面数据化经营策略



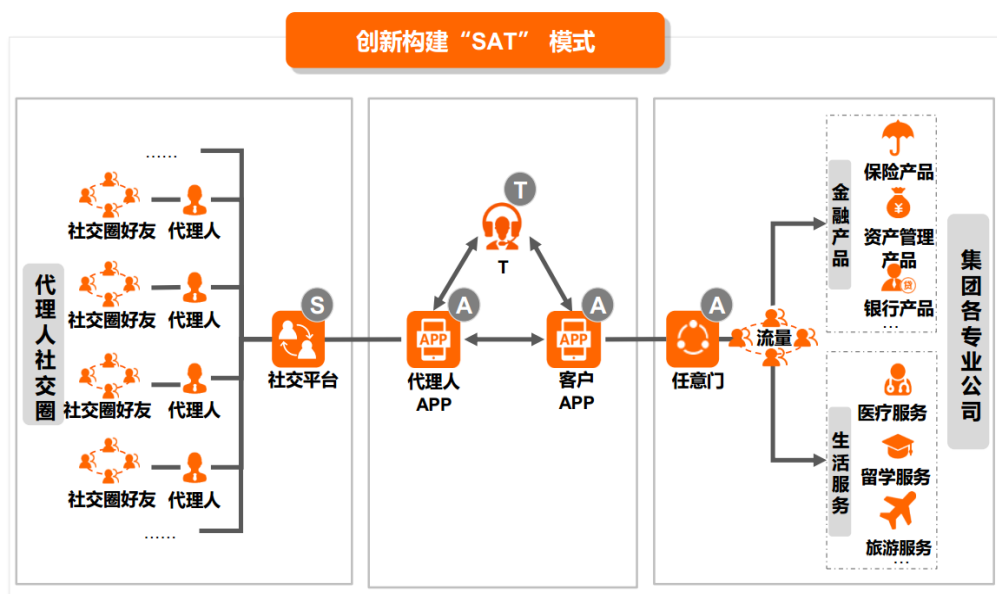
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**从数据化经营、数据化管理和数据化营销三方面展开。**从数据化经营角度出发，对经营预测、有效追踪、及时干预，实现“先知、先觉、先行”。

**从数据化管理角度出发，对流程标准化、精细化、自动化、智能化，以提升经营效率。**

**从数据化营销出发，从内容营销、社交营销、活动营销、服务营销等提升客户触达率，以促进产品的销售。科技赋能代理人而非替代代理人。**平安寿险后台管理系统通过大数据分析，给予代理人提示在不同的阶段给不同的客户推荐差异化的保险产品和服务，以此更好地满足客户需求。代理人通过“平安金管家”APP实现7×24小时为客户提供缴费、保全、理赔等各类保单服务。公司希望代理人成为“007”，科技赋能就像是为“007”提供了高精尖的装备。代理人通过后台的赋能，成为保险的专家、财富的顾问、生活的助手。

图 30：寿险 SAT 销售模式变革



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**平安在寿险进行了 SAT 销售模式的变革：S 是社交媒体，A 是客户端，T 是远程化。**

金管家 APP 注册用户数超过 1 亿，以保单服务、财富管理、生活助手、健康管理、精彩生活五大核心功能为基础。这种模式首先让代理人通过社交媒体与广泛的客户交流进行不同

高频互动的社交圈/信息圈，在适当的时候通过营销方法吸引客户购买产品，在客户利用第一个 app 的时候，可以从任何一个 app 穿越到其他平台，以此可以获得不同生活服务类的信息和产品。通过代理人-客户模式，新引流的客户每年达到 2.3 亿人，会销售多个产品的代理人的数量翻番。

**寿险增员管理。**平安寿险构建动态的“人员画像+关键特征+筛选流程”循环体系，识别准增员，优选代理人。平安根据高留存客群画像，从性向评分、个人特征、培训表现、从业意愿、客户资源、风险评估等维度总结人群特征，识别准增员个人特征是否符合潜在高留存画像要求（包括性向模型、脸谱分析、人脸/wifi 考勤/人机互动考试通关、工作记录、金管家注册量+SAT 行为分析和微表情/征信/人脸识别/健康调阅），最终根据模型筛选得出上岗人员的筛选结果。人工智能技术在经营场景广泛应用，AI 甄选和 AI 面谈在代理人渠道全面上线，应用于 1,100 多万准增员对象；通过 AI 甄选模型对历史数据进行分析验证，13 个月留存代理人的识别率达 95.4%。

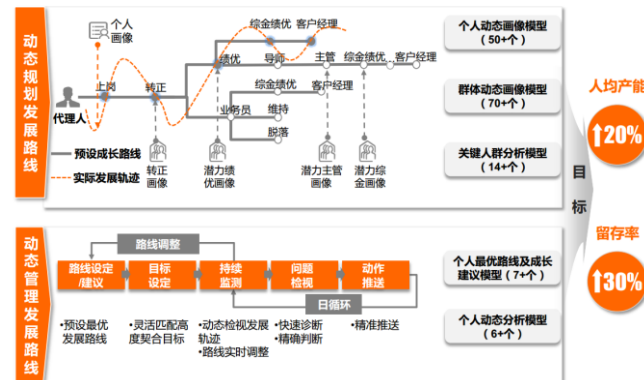
**代理人活动管理。**对每个代理人制定动态发展路线，根据代理人每周或每月的工作和成果，进行动态的指导，从而提升代理人的留存率。智能组训动态规划（上岗-转正-绩优-总绩优-客户经理）及管理代理人发展路线，形成针对性辅导建议。公司通过总结经验，大数据和 AI 建立智能组训模式，对每一个代理人进行动态发展路线，路线根据实际情况进行调整，而非填鸭式培训，目标提升代理人产能 20%，目标提升留存率 30%。

图 31：寿险增员管理



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：代理人活动管理



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4. 平安寿险业务质地优良具备长期业绩增长的基础

### 4.1 剩余边际稳健增长

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大。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础，剔除短期波动性较大的损益表项目和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目。2011 年至今平安寿险及健康险实际剩余边际释放 CAGR 达 24%。

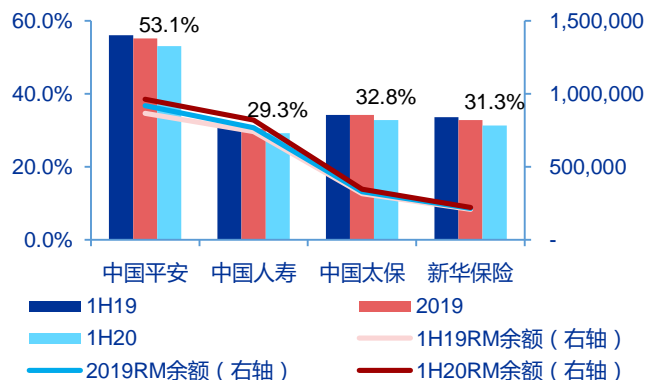
同时,我们计算了上市同业中平安寿险剩余边际占责任准备金比例,截止2020年中期,平安寿、国寿、太保寿和新华保险剩余边际占期末寿险及长期健康险责任准备金比例达53.1%、29.3%、32.8%和31.3%,显著高于上市同业平均,彰显了较好的业务品质及质地。

图 33 : 平安寿险剩余边际稳健增长 (单位: 百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34 : 平安寿险剩余边际占责任准备金比例高 (单位: 百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 寿险营运利润是集团压舱石

即使面临疫情冲击，新业务价值大幅负增长背景下，公司剩余边际依旧保持稳健增长，彰显较好业务品质。1H20 平安寿险营运利润 515.35 亿元，同比增长 6.4%，依旧保持稳健的增长得益于较好的业务品质：1.剩余边际摊销同比增长 12.6%，占期初剩余边际比例为 4.4%，结构稳定；2.营运偏差及其他下降 19.1%，主要系加大科技和队伍投入以及保单继续率波动所致；3.税前营运利润保持 8.0%的稳定增长，实际税率为 13.1%。期末剩余边际余额 9,623.33 亿元，较年初增长 4.8%。我们预计 2020 年至 2022 年公司剩余边际的增速分别为 8.4%、10.0%和 9.7%，寿险税收营运利润 (OPAT) 增速为 7.4%、11.5%和 13.5%。

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)

(人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	1H20	2020E	2021E	2022E
寿险及健康险业务期初剩余边际(1)	454,705	616,319	786,633	918,416	918,416	995,505	1,095,168
新业务贡献(2)	168,426	177,485	155,684	59,354	114,047	134,122	146,276
预期利息增长(3)	22,642	28,498	33,811	18,034	36,930	40,155	44,153
剩余边际摊销(4)	(49,811)	(62,287)	(74,454)	(40,342)	-80,760	-88,928	-100,032
营运偏差及其他(5)	20,357	26,617	16,742	6,872	6,872	14,315	15,740
寿险及健康险业务期末剩余边际(6)=(1+...+5)	616,319	786,632	918,416	962,333	995,505	1,095,168	1,201,304
关键比率				-			
预期利息增长占期初剩余边际比率	5.0%	4.6%	4.3%	2.0%	4.0%	4.0%	4.0%
剩余边际摊销期初剩余边际比例	-11.0%	-10.1%	-9.5%	4.4%	-8.8%	-8.9%	-9.1%
营运偏差占期初剩余边际比例	4.5%	4.3%	2.1%	0.7%	0.7%	1.4%	1.4%
新业务贡献增速	29.7%	5.4%	-12.3%	-32.0%	-26.7%	17.6%	9.1%
预期利息增长增速	30.2%	25.9%	18.6%	10.3%	9.2%	8.7%	10.0%
剩余边际摊销增速	30.4%	25.0%	19.5%	12.6%	8.5%	10.1%	12.5%



(人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	1H20	2020E	2021E	2022E
营运偏差及其他增速	37.4%	30.8%	-37.1%	-46.8%	-59.0%	108.3%	10.0%
寿险及健康险业务期末剩余边际增速	35.5%	27.6%	16.8%	10.9%	8.4%	10.0%	9.7%
	2017A	2018A	2019E	1H20	2020E	2021E	2022E
剩余边际摊销(A)	49,811	62,287	74,454	40,342	80,760	88,928	100,032
净资产投资收益(1)(B)	7,357	8,959	11,738	6,261	13,148	15,909	19,250
息差收入(2)(C)	5,637	5,048	3,947	2,791	5,280	5,358	5,907
营运偏差及其他(D)	10,108	21,749	10,406	9,890	11,103	13,273	14,931
税前营运利润合计(E=A+B+C+D)	72,912	98,043	100,545	59,284	110,291	123,468	140,121
所得税(F)	-20,088	-26,698	-11,595	-7,749	-14,727	-16,892	-19,170
税后营运利润合计(G)	52,824	71,345	88,950	51,535	95,563	106,576	120,950
短期投资波动(3)(H)	4,532	-12,853	19,354	-1,987	-22,567	-14,772	-16,597
折现率变动影响(I)	-21,213	265	-13,164	-3,660	-5,000		
管理层认为一次性不重大的影响			8,597	-			
净利润(J=G+H+I)	36,143	58,757	103,737	45,888	67,996	91,804	104,353
税后营运利润合计增速		35.1%	24.7%	6.4%	7.4%	11.5%	13.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 4.3 NBV 持续增长潜力具备

根据我们在前文提到平安 NBV 六因子驱动模型——客户经营视角：个险渠道 NBV=规模人力×活动率×人均客户数×客均件数×件均保费×新业务价值率。

**2020-2025 年平安寿险及健康险个险 NBV CAGR 仍将达 13%，队伍活动率、人均客户数和客均件数是驱动增长的核心因素。**在寿险改革正式落地后，基本法升级和数据化经营下活动率将逐年稳健向上；得益于数据化经营从内容营销、社交营销、活动营销、服务营销等提升客户触达率以及构建代理人队伍以优增优提升队伍质态和客户画像，公司人均客户数（客户数量/月均代理人）和客均件数（人均件数/人均客户数）也保持稳健增长。

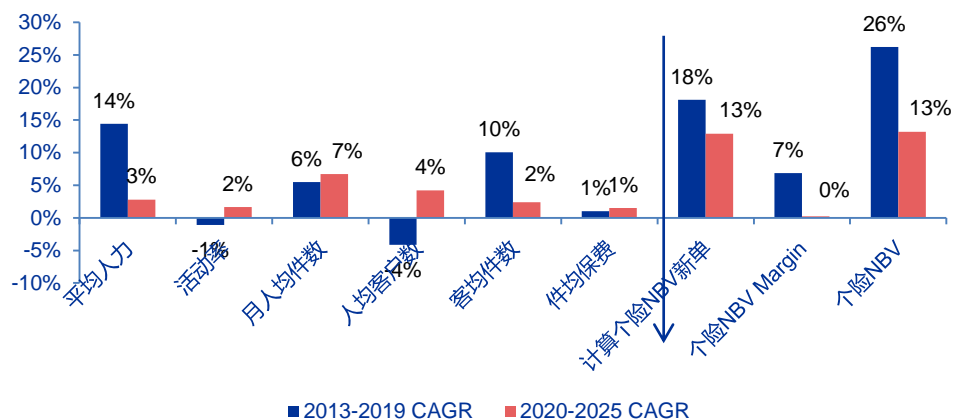
表 12：2020-2025 年个险渠道 NBV（六因子驱动模型——客户经营视角）

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
平均人力（万人）	120	116	120	123	127	131	134
活动率	61%	59%	60%	61%	62%	63%	64%
新业务客户数量（万人）	686	686	721	771	818	858	893
月人均件数（件）	1.4	1.27	1.34	1.46	1.56	1.66	1.75
人均客户数（个）	3.48	3.48	3.61	3.81	3.98	4.13	4.28
客均件数（年化）	4.75	4.37	4.46	4.59	4.71	4.83	4.92
件均保费（元）	6,272	6,084	6,175	6,267	6,361	6,457	6,554
个险渠道新单保费（百万元）	124,631	107,751	119,117	135,469	151,844	168,549	184,359
计算 NBV 新单保费（百万元）	105,043	88,356	104,823	119,213	133,623	148,323	162,236
个险渠道新业务价值率	64.9%	61.1%	60.7%	61.9%	61.9%	61.9%	61.9%
个险渠道新业务价值（百万元）	68,209	53,942	63,625	73,744	82,658	91,752	100,358

资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们预计 2020 年至 2025 年公司个险 NBV 复合增速为 13% 其中用于计算个险 NBV 的新单保费 CAGR 为 13%，个险渠道 NBV Margin 基本持平，推动 NBV 保持远超行业平均的两位数增长。其中，平均人力 CAGR 为 3%，已不再是此前最重要新单驱动因素；活动率 CAGR 为 2%；人均客户数 CAGR 为 4%，客均件数 CAGR 为 2%，两者共同推动下月人均件数 CAGR 为 7%；件均保费预计基本持平，CAGR 为 1.0%。

图 35：2020-2025 年平安寿险及健康险个险 NBV CAGR 仍将达 13%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.4 寿险及健康险业务估值分析

我们采用 P/EV 评估价值方法对公司进行估值。我们采用  $1 \cdot EV + X \cdot NBV$  来评价中国平安的集团整体价值。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：

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

对于新业务价值，我们假设未来 3 年增速为 15%，下一个 5 年增速为 10%，再下一个 10 年增速为 8%，此后 15 年增速为 5%，最后长期增长为 3%。然后，通过贴现我们可以获得新业务价值倍数为 9.85。

表 13：新业务价值倍数计量

增长率/年份	3	5	10	15	20	∞
3%	2.6	3.4	6.8	8.7	10.0	13.875
5%	2.7	4.2	7.5	9.9	11.7	-
8%	2.8	4.6	8.6	12.1	15.2	-
10%	2.9	4.9	9.5	14.0	18.2	-
15%	3.2	5.6	12.2	20.1	29.6	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

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 1H20 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 6.8% 和 7.3%；股

票价格下跌 10%，将导致 EV 下降约 1.5%。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 下行的保守假设，我们给出 1.44 的 P/EV 的目标估值。

表 14：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%
0bps	1.72	1.71	1.69	1.69	1.68	1.67	1.66	1.65	1.63
50bps	1.60	1.59	1.57	1.57	1.56	1.55	1.55	1.53	1.52
100bps	1.48	1.47	1.46	1.45	1.44	1.44	1.43	1.42	1.41
150bps	1.36	1.35	1.34	1.33	1.33	1.32	1.31	1.30	1.29
200bps	1.24	1.23	1.22	1.21	1.21	1.20	1.20	1.19	1.18

资料来源：公司公告，申万宏源研究；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，随着公司 2020 年寿险改革项目逐步落地，我们预计公司将在 2H20 逐步企稳队伍规模，并且以更积极的姿态迎接 2021 年开门红，2021 年新单和价值有望保持两位数增长，产品结构将更加均衡。我们预计公司 2020 年至 2022 年 EV 增速为 12.1%、15.2%和 13.8%，归母营运利润增速为 6.4%、16.0%和 14.2%，集团层面 NBV 增速分别为 -22.1%、24.0%和 12.9%，营运 ROE 达 20.2%、21.0%和 21.0%。2019-2020 年为公司转型业绩低谷期，2021 年寿险改革红利释放，业绩乘势而上可期。

表 15：中国平安盈利预测表（单位：百万元）

单位：百万元 集团合并	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
内含价值营运回报率	28.6%	23.6%	19.8%	15.9%	17.1%	17.2%
内含价值	825,173	1,002,456	1,200,533	1,345,605	1,549,882	1,763,655
每股内含价值	45.1	54.8	65.7	73.6	84.8	96.5
归属于母公司股东的营运利润	94,708	112,573	132,955	141,512	164,195	187,490
基本每股营运收益（元）	5.3	6.3	7.48	7.96	9.24	10.55
营运 ROE	22.0%	21.9%	21.6%	20.2%	21.0%	21.0%
每股股息（元）	1.5	1.7	2.1	2.2	2.6	3.1
归属于母公司股东权益	473,351	556,508	673,161	729,785	835,738	953,027
归属于母公司股东的净利润	89,088	107,404	149,407	114,080	149,495	170,974
每股收益（元）	4.99	6.02	8.41	6.42	8.41	9.62
ROAE	20.8%	20.9%	24.3%	16.3%	19.1%	19.1%
寿险及健康险业务						
已赚保费	384,567	465,583	517,140	510,498	534,088	564,900
已赚保费增长率	33.5%	21.1%	11.1%	-1.3%	4.6%	5.8%

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
寿险业务 ROEV	35.5%	30.8%	25.0%	19.0%	20.1%	19.7%
新业务价值	67,357	72,294	75,945	59,131	73,297	82,766
内含价值	496,381	613,223	757,490	858,597	1,003,375	1,162,980
营运利润	52,824	71,345	88,950	95,563	106,576	120,950
赔付支出	67,009	84,713	86,086	112,609	123,082	133,851
报表退保率	1.55%	1.40%	1.45%	1.44%	1.40%	1.40%
剩余边际余额	616,319	786,633	918,416	995,505	1,095,168	1,201,304
<b>财产保险业务</b>						
已赚保费	188,219	211,918	231,403	258,607	283,440	305,083
已赚保费增长率	22.6%	12.6%	9.2%	11.8%	9.6%	7.6%
净利润	13,372	12,274	22,808	17,333	22,569	25,473
未到期责任准备金	103,750	124,703	146,660	163,963	180,152	194,342
未决赔款准备金	84,655	88,894	101,177	111,768	122,236	131,635
赔付支出	92,281	118,926	139,779	138,595	150,493	161,879
赔付率	56.6%	54.9%	-57.3%	-50.9%	-50.4%	-50.4%
综合成本率	96.2%	96.0%	96.4%	97.5%	95.9%	95.3%
ROAE	20.0%	16.6%	26.8%	18.1%	21.4%	21.4%
<b>资产管理业务</b>						
信托业务净利润	3,957	3,012	2,598	2,591	2,901	3,029
信托资产管理规模	652,756	534,124	442,608	464,226	489,502	516,393
信托业务综合报酬率	0.66%	0.71%	0.76%	0.86%	0.93%	0.94%
证券业务净利润	2,123	1,680	2,376	2,536	2,453	2,273
<b>估值指标</b>						
PEV ( 倍数 )	1.79	1.48	1.23	1.10	0.95	0.84
PE ( 倍数 )	16.6	13.8	9.9	13.0	9.9	8.7
POPAT ( 倍数 )	15.6	13.1	11.1	10.5	9.0	7.9
股息率	1.85%	2.13%	2.53%	2.77%	3.27%	3.80%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5.2 投资建议

我们采用分部估值法对中国平安进行估值，其中平安寿险及健康险业务按照 4.4 节中的估值水平给予 1.44 倍 P/EV，财险业务给予 1 倍 PB，平安银行根据其市值给予参考估值，平安证券参考当前券商（申万 II）的最新平均 PB 估值给予 2.09 倍 PB 估值，平安信托根据 A 股主要上市信托公司（经纬纺机、爱建集团、中航资本和五矿资本）给予 19.48 倍 PE，金融科技板块根据子公司（平安好医生、金融壹账通、汽车之家等）在境内外上市市值给予参考估值。同时，由于公司践行“科技赋能金融，科技赋能生态，生态赋能金融”的战略，并构建五大智慧生态圈，集团内协同效应可期，我们不考虑集团估值折扣。

**我们给予目标价 100.1 元/股，对应 2020 年 P/EV 为 1.36X，上行空间 24%，当前股价对应 2020 年至 2022 年 P/EV 分别仅为 1.10、0.95 和 0.84X，维持买入评级！**

表 16：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	市值	归母净资产
平安人寿	PEV	99.51%	1.44	858,597	1,233,562	272,159
平安财险	PB	99.51%	1.00	98,929	98,444	98,444
平安银行	市值法	58.00%	1.00	307,778	178,511	192,251
平安证券	PB	96.62%	2.09	33,465	67,577	32,334
平安信托	PE	99.88%	19.48	2,591	50,415	21,093
金融科技	市场估值法	100.00%	1.00	188,271	188,271	101,277
其他业务	PB	100.00%	1.00	12,227	12,227	12,227
合计值					1,829,008	729,785
目标价					100.1	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 从板块角度出发，长端利率上行，权益市场低估值品种表现强势，带动保险 $\beta$ 属性强化。

3%的十年期国债到期收益率是板块重要的投资分水岭，当前站上 3.1%，伴随着权益市场低估值滞涨品种回暖， $\beta$ 属性可期。我们预计行业整体提前步入开门红，通过开门红带动队伍收入增长、留存增长、质态提升、新单增长的正循环，行业有望走出 18-20 年新单增长瓶颈期。国寿于 9 月初发布了鑫耀东方年金产品（3/5 年缴费，10 年领取）与去年同期产品形态基本保持一致，公司继续对明年开门红保持积极预期。我们预计平安也将在 11 月提前进入开门红，适当恢复短储产品投放，预计开门红期间新单增速 30%。

**通过复盘角度可知，在经济复苏预期带动利率与权益市场企稳阶段，纯寿险公司在前期展现强劲 $\beta$ ，而中国平安在中后期持续性更占优。**我们复盘了 1H19 上市险企估值走势发现，国寿和新华 P/EV 从 0.6X 提升至 0.95X，平安 P/EV 从 0.85X 提升至 1.3X，国寿前期弹性大，平安后劲足。具体来看，国寿 1Q19 享“天时地利人和”（公司时隔 4 年后再次举办全球投资者开放日向市场发出“重振国寿”决心，2018 年率先打响“开门红”领跑同业，市场预期在王滨总新一届管理层领导下公司有望实现基本面的持续改善）率先上涨，中国平安于 5 月后展现持续 $\alpha$ （公司与 4 月末董事会通过不低于 50 亿元的股票回购计划）。当前时点，年初至今 A 股上市险企年初至今涨跌幅排序分别为新华保险（35.2%）、中国人寿（34.2%）、中国平安（-2.6%）、中国人保（-6.3%）和中国太保（-10.1%），看好四季度平安投资机会。



图 36：1H19 保险股行情复盘（上图为绝对收益走势基期为 100，下图为 P/EV 估值变化，上下两图右轴均展现 10 年期国债到期收益率）



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 风险提示

平安寿险改革推进力度和效果低于预期

集团及寿险管理层超预期变动及其对寿险公司经营的实际影响超出预期

互联网渠道及中小公司竞争主体对人身险行业的冲击超出预期

长端利率和权益市场大幅波动对公司业绩和估值产生重大影响

## 财务摘要

利润表 (单位: 百万元)

人民币: 百万	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>一、营业收入</b>	890,882	976,832	1,168,867	1,133,559	1,242,758	1,334,380
保险业务收入	605,035	719,556	795,064	812,588	861,967	914,263
减: 分出保费	-17,420	-19,417	-21,370	-25,914	-27,817	-29,572
提取未到期责任准备金	-14,625	-22,436	-24,915	-17,569	-16,621	-14,708
已赚保费	572,990	677,703	748,779	769,105	817,528	869,982
银行业务利息净收入	74,885	74,783	90,187	88,540	93,041	101,024
非保险业务手续费及佣金净收入	37,808	37,191	44,230	40,538	44,953	49,655
投资收益	155,919	163,135	177,488	184,892	216,912	235,438
公允价值变动收益	3,271	-28,284	44,091	-1,430	12,649	13,615
汇兑损失	-128	-946	779	5,519	5,767	6,016
其他业务收入	46,137	53,250	63,313	31,311	31,411	31,411
<b>二、营业支出合计</b>	-756,124	-813,494	-983,839	-967,053	-1,025,964	-1,088,438
退保金	-20,519	-21,539	-26,661	-30,229	-32,608	-35,770
赔付净支出	-150,190	-193,857	-213,767	-240,748	-262,196	-283,445
提取保险责任准备金净额	-219,532	-190,348	-286,921	-219,598	-214,504	-212,341
保单红利支出	-13,129	-16,445	-19,329	-14,157	-18,389	-19,487
分保费用	-28	-11	-13	-1,117	-1,116	-1,116
保险业务手续费及佣金支出	-114,559	-130,383	-114,753	-155,526	-169,171	-180,266
营业税金及附加	-3,735	-3,884	-4,272	-3,816	-4,166	-4,483
业务及管理费	-139,688	-147,697	-172,892	-191,166	-212,107	-231,836
减: 摊回分保费用	6,728	7,966	7,572	13,499	15,057	16,314
财务费用	-11,167	-18,227	-20,098	-13,818	-14,881	-15,945
其他业务成本	-45,054	-45,255	-65,439	-65,371	-65,956	-66,574
资产减值损失	-45,251	-53,814	-67,266	-76,724	-77,765	-85,387
<b>三、营业利润</b>	134,758	163,338	185,028	166,506	216,794	245,942
<b>四、利润总额</b>	134,740	163,151	184,739	166,506	216,794	245,942
减: 所得税费用	-34,762	-42,699	-20,374	-32,955	-46,170	-53,598
<b>五、净利润</b>	99,978	120,452	164,365	133,551	170,624	192,344
归属于母公司股东的净利润	89,088	107,404	149,407	114,080	149,495	170,974
少数股东损益	10,890	13,048	14,958	19,471	21,129	21,369
<b>六、每股收益</b>	4.99	6.02	8.41	6.42	8.41	9.62
<b>每股股息</b>	1.50	1.72	2.05	2.24	2.65	3.08
<b>七、其他综合收益</b>						
<b>八、综合收益总额</b>						
归属于母公司股东的综合收益总额						
归属于少数股东的综合收益总额						
<b>归属于母公司股东的税后营运利润</b>	105,809.00	125,804.00	132,955.00	141,512.14	164,194.58	187,490.26

数据来源: 公司公告, 申万宏源研究

资产负债表（单位：百万元）

分部资产	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2021E
货币资金	548,651	460,312	520,000	539,789	588,596	642,552
拆出资金	60,415	74,434	85,738	87,619	95,450	104,171
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	110,725	746,229	849,060	922,344	1,011,258	1,104,329
买入返售金融资产	97,763	82,206	70,259	74,479	81,027	88,117
应收账款	58,435	5,708	6,268	6,896	7,647	8,533
长期应收款	-	-	-	-	-	-
发放贷款及垫款	1,664,013	1,949,757	2,246,606	2,293,250	2,497,681	2,725,445
定期存款	161,323	176,497	205,265	226,174	248,409	270,862
可供出售金融资产	761,100	-	-	-	-	-
持有至到期投资	1,232,496	-	-	-	-	-
以摊余成本计量的金融资产	-	1,962,760	2,230,027	2,394,752	2,624,793	2,866,372
以公允价值且其变动计入其他综合收益的金融资产	-	551,621	679,062	742,214	813,474	887,274
应收款项类投资	746,493	-	-	-	-	-
占合营企业与联营企业的权益	84,280	132,713	162,488	178,787	197,156	217,091
其他资产	1,347,029	1,448,536	1,188,968	1,296,320	1,411,382	1,533,028
<b>总资产</b>	<b>6,493,075</b>	<b>7,142,960</b>	<b>8,222,929</b>	<b>8,762,624</b>	<b>9,576,872</b>	<b>10,447,774</b>
分部负债	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2021E
短期借款	7,640	7,190	7,634	8,117	8,647	9,228
银行同业及其他金融机构存放款项	430,904	392,738	452,532	461,928	503,106	548,984
卖出回购金融资产款	123,619	180,705	153,397	163,940	175,779	188,504
吸收存款	2,000,420	2,149,142	2,476,347	2,527,761	2,753,098	3,004,153
代理买卖证券款	22,307	25,453	27,489	29,688	32,063	34,629
应付账款	4,302	4,196	4,100	4,423	4,773	5,150
应付保单红利	45,622	52,591	59,082	63,218	67,643	72,378
保户储金及投资款	548,846	622,915	701,635	743,743	780,939	819,984
保险合同准备金	1,391,054	1,604,896	1,921,845	2,173,998	2,412,000	2,645,893
长期借款	26,872	36,837	37,485	37,514	37,547	37,583
应付债券	391,709	438,304	494,571	505,022	546,483	592,627
其他负债	911,863	929,928	1,055,261	1,121,573	1,207,454	1,300,833
<b>总负债</b>	<b>5,905,158</b>	<b>6,459,317</b>	<b>7,370,559</b>	<b>7,840,925</b>	<b>8,529,530</b>	<b>9,259,946</b>
分布权益	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2021E
股本	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280	18,280
归母净资产	473,351	556,508	673,161	729,785	835,738	953,027
<b>净资产</b>	<b>587,917</b>	<b>683,643</b>	<b>852,370</b>	<b>921,699</b>	<b>1,047,342</b>	<b>1,187,829</b>

数据来源：公司公告，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	<a href="mailto:chentao1@swhyse.com">chentao1@swhyse.com</a>
华北	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swhyse.com">lidan4@swhyse.com</a>
华南	陈左茜	755-23832751	<a href="mailto:chenzuoxi@swhyse.com">chenzuoxi@swhyse.com</a>
海外	朱凡	021-23297573	<a href="mailto:zhufan@swhyse.com">zhufan@swhyse.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。