

国庆节后A股第一个交易日，中国平安一扫此前的萎靡之态，跳空高开4%。而在早早结束假期开市的港股，平安已经上演“四连阳”，等待许久的“V”字反转终于来了？

消息面上，华夏幸福公布2192亿元债务重组方案。华夏幸福事件可以说是平安年初至今股价受拖累的直接原因，上半年平安对此计提减值359亿元，对净利润影响-208亿，对营运利润影响-61亿。若剔除华夏幸福减值影响，平安1H21的总投资收益率、归母营运利润增速、归母净利润增速实际将分别达到5.3%、18.4%、14.7%，已比肩近年平均水平。

市场普遍认为，此次方案靴子落地，意味着中国平安对华夏幸福的利空已经出尽，市场信心正逐步修复，两市平安股价的反弹也对此形成有力印证。

援引中信建投的观点，华夏幸福的债务重组方案超出预期，预计中国平安的债务本金均将获得偿付，后续无需再次计提债权减值、且存在减值转回可能。叠加9月29日央行、银保监会房地产金融工作座谈会对于市场平稳健康发展的定调，一定程度打消了市场对保险公司持有地产类风险的隐忧，平安投资端压力释缓的拐点已至，如方案进展顺利，公司投资收率、归母净利润、营运利润将实现三重提升。

除了短期利好刺激，站在长期价值的角度，平安的“改革”主题仍在不断深化和创新。处于关键攻坚期的寿险改革、“新银保”渠道的升级创新，以及由点到面逐步完善的保险医疗生态，万亿市值的平安只能说是刚刚开始。

01

静候改革曙光

尽管中国已经成长为世界第二大保险市场，仍有很多数据表明中国保险行业密度和深度的提升潜力巨大。

2019年，中国大陆保险密度仅430美元，远低于美国（7495美元）和日本（3621美元），处于全球平均水平的52.56%；同期，中国大陆保险深度为4.30%，明显小于美国（11.43%）和日本（9.00%），仅为全球平均水平的59.47%。与此同时，我国人均GDP在2019年就迈过1万美元大关，并呈现上升趋势。收入提升效应下，人们将更有能力满足缺口较大的保险需求。

反观国内传统保险公司，产品端面临商业保险同质化严重，互联网保险借助流量优势挤压市场空间的困境；渠道端，传统的线下人海销售模式下保费增速和续保下滑，粗放管理难以为继。保险消费习惯和外部市场环境的变化，要求老牌险企从客户

角度出发，检讨自身业务发展。可以说，国内保险改革存在一定的历史必然性，于是我们看到了近年来平安的“寿险改革”、人寿的“国寿鼎新”、太平的“三年再造”等多个典型项目。

就平安而言，董事长马明哲亲自挂帅，雄心是要开启平安寿险未来10年可持续健康发展的新征程。仍可以产品体系和渠道两个参照，来观察平安的改革成效。

产品端，平安的产品体系在不断完善，其聚焦客户健康和养老新需求，通过融入客户生活场景，布局了“保险+健康”“保险+养老”产品服务体系，拓展服务边界，培育差异化竞争力。

渠道端，平安寿险借助分层精细化经营手段，着力打造高质量代理人队伍。1H21，平安代理人数量87.8万人，在整体人数下降的情况下保持了产能稳定，代理人产能（按新业务价值计）同比提高4%，代理人人均首年保费9,350元/月，同比增长23.8%。其中，钻石队伍人均首年保费是整体队伍的5倍以上，收入约为社会职工平均工资水平的4-5倍。

总的来看，平安寿险及健康险业务改革已经呈现正面成果。1H21，平安的寿险及健康险业务年化营运ROE为35.0%，仍保持在较高水平。13个月保单继续率87.6%，同比下降0.5个百分点，降幅进一步收窄。未来一到两年改革成果有望充分显现。

02

“新银保”升级，预期拉满

除了常规的改革动作，不久前平安又率先提出“新银保”概念，引发市场关注和热议。“新银保”意在传统银保渠道升级。即在银保渠道销售高价值率的保障型产品和综合性理财产品，改变常规银保渠道销售产品结构单一、价值贡献率不高、成长性弱的局面。

浙商证券研报数据显示，预计当前平安银行与集团交叉客户仅6000余万，存在1.5-1.6亿的挖掘空间。再参考欧美等国家当前银保打头阵的格局，平安加大银保渠道投入的举动，引人期待。

为此平安在新产品设计和团队组建上下足了功夫。首先，以资产配置的逻辑组合银保产品，为客户提供私人定制、全生命周期动态演进的一站式综合金融解决方案，整合产寿养健等做大银保概念。

更为关键的是团队组建上，新银保团队由外资行理财精英、私行负责人，全国保险业

百强团队长等构成，号称“平安银行家”，走高素质的专业财富管理路线，“固定工资+高额激励”的薪资设计也将增加员工留存率。分析平安的整体客户资源情况，预计新银保员工数量未来五年将达到1-2万人。

如此讲究“质”和“量”的队伍，必然要配备一位足够分量的领航者。平安已经挖来曾任友邦中国首席业务执行官的方志男，出任银保新私行业务执行官。方志男对中高端保险市场认识之深刻，实战运营经验之充足，透过友邦的中国区业务表现可以探知一二。

2020年友邦新单销售价值率57.7%，其中，中国区新单销售的价值率高达80.9%，远高于公司平均水平。拉长时间纬度，2016年-2020年间，中国内地为友邦贡献新增保费价值占比逐年攀升，分别为18.4%、21.3%、23.2%、26.4%、31.7%。

在方志男的强援下，平安“新银保”改革的期待值被拉满。

已经历时两年的改革之路，其艰辛程度有目共睹，平安业绩与股价双双承压。但可以预见的是，眼前的困境都将随着改革大红利的到来全面纾解和反弹。

03

锁定医疗健康生态圈的未来

“金融是平安的现在时，医疗是平安的未来时。”

马明哲曾经这样说道。可见在平安内部，医疗健康被摆在了前所未有的重要位置上。

2020年2月，社科院数据显示，参加在线义诊的医生数量接近1.28万人，累计提供月60万例咨询服务。线上就诊正在成为新的习惯，而拥有规模更大、水平更高医生团队的传统医院，正在向线上挺进。在这一背景下，医疗健康行业正享受“互联网+医疗健康”大发展的历史性机遇。

“接下来我国医疗行业面临的是10万亿-12万亿的市场。”中国平安联席CEO陈心颖在2021年3月举办的“2020年年度股东大会”上表示，目前有2/3的医疗机构是民营企业，但大部分医疗需求却集中在公立医院，呈现出严重的供需错配问题，因此不论从病患的角度还是医生的角度，医疗体系结构均有很大的优化价值。

中国平安从用户端出发，依托多年来通过金融业务积累的用户流量，通过整合医院、医生、医药、支付、科技等核心资源，平安的大医疗健康生态闭环成型，将赋能

服务方打造医疗生态圈，全面提升医疗保障和服务能力，进而实现投资回报的最大化。

例如，截止目前，平安好医生可为3.46亿用户提供超3000种常见疾病的诊疗，日均咨询量达83万；在医院端，平安好医生已上线14家互联网医院，3家已打通医保；在B端，平安好医生为企业用户打造专业、便捷、安心的企业医务室。

公司还在投资端布局大量医疗医药领域领军企业；线上平台端继续打造和完善平安好医生；线下渠道斥资数百亿收购新方正集团，补全线下和医疗数据产业链，同时在核心城市核心区域打造“平安臻颐年”康养社区，进一步完善医疗健康生态圈的涵盖范围；支付端，平安医保科技赋能医保支付改革，并可与保险业务建立上下游逻辑。

可以说，
凭借保险行业与医疗健康服务的天然渊源，加之以市场对于线上+线下医疗健康服务需求增长和业态的进化，健康保险和健康管理的融合创新正成为重要发展趋势。而中国平安的医疗健康生态圈，在这方面已经建立起独特的先发优势和护城河。

04

科技赋能，医疗生态圈协同作用突显

之所以这样说，是因为除了在不同业态之间进行结构搭建和优化，中国平安还着手利用科技手段，进行纵向布局，进而实现商业模式的闭环，构筑商业壁垒。

中国平安已经建立起规模最庞大、科技最领先、维度最完整、应用最丰富的医疗知识库。这些知识库信息通过平安“医疗大脑”以支持人工智能决策，应用广泛。为了更好地服务线下医疗相关方，中国平安打造慢病管理平台，助力慢病早发现、早治疗、早康复；打造医疗领域的彭博智库AskBob，在临床、科研等领域全方位的辅助医生；依托智慧医院核心系统，助力医院全面提升运营；赋能公共卫生系统，以应对流行病突发事件等等。

截至2021年6月末，公司科技专利申请数较年初增加3508项，累计接近3.5万项；金融科技及数字医疗专利申请数保持全球第一位；公司还充分运用人工智能技术不断能提升医疗质量和效率，人工智能与区块链专利申请数位居全球前三位。

——通过生态圈，为各环节和对象提供全方位医疗服务，并对金融保险主业带来强大赋能效应，提供有温度、多场景、服务差异化的寿险产品，从而不断在获客、提升客户粘性、提高客均价值等方面产生协同价值。

2021年上半年，平安寿险超20%的新增客户是来自医疗服务用户的转化，且占比逐步提升；使用医疗服务客户的客均寿险保单数、客均寿险保费均为不使用医疗服务客户的1.4倍；使用线上问诊客户的加保率是不使用线上问诊客户的3.7倍。

也就是说，平安医疗生态圈的逻辑是，以线上+线下医疗业务为业务主体；借助科技抓手，撬动医院、医生、医药核心资源，赋能生态圈成员，建立竞争壁垒，全面打开保险医疗想象空间。

而如果要从价值的角度讨论中国平安的医疗健康业务，联合健康可作为看待平安医疗生态圈的估值锚点。

美股上市公司联合健康也是通过商业保险，为健康管理业务提供客源；而健康管理产业链有为用户提供全流程服务。此外，回顾联合健康发展史，其全产业链覆盖的不断深化，强化了医疗IT及大数据服务业务的优势，公司将其应用在医疗业务优化方面，进而形成获得数据—输出服务—在获得数据的良性循环，因此得以迅速甩开CVS、Cigna等竞争对手。

联合健康目前市值约合2.46万亿人民币（简称元），1H21营收约合9061.14亿元，而中国平安市值约合8654亿元，是联合健康的35%；1H21营收6877.88亿元，是联合健康的76%。中国平安PB估值1.1倍，而联合健康达到了5.53倍。

须知中国市场互联网医疗仍有非常大上行空间。联合健康可以服务1亿美国人口，而中国平安的TAM则要大得多。

05

高管增持，机构看好，反转将至？

回顾从年初至今的走势，中国平安股价已经下跌超过60%。复盘这一路的阴跌，主要原因有几个方面。首先是外部因素下，国内保险板块承压；其次是公司自身改革带来的阵痛期。

仅从业绩上看，公司上半年净利润确实录得下滑。1H21公司整体业绩保持稳健增长，归母营运利润也实现818.36亿元，同比增长10.1%；年化营运ROE达21.0%；但净利润679.63亿元，同比下降15.5%。但从利润表中可见，中国平安计提的数百

亿减值，很大程度上受华夏幸福牵连。如果华夏幸福的2192亿元债务重组方案顺利实施，中国平安有望冲回很大一部分计提损失。

若遵循第一性原理，中国平安作为国内最大的综合保险金融集团，基本面仍旧扎实。也正是基于对基本面、改革和发展前景的信心，自8月27日开始，中国平安高管们开始在二级市场增持中国平安的股票。

8月27日，中国平安总经理兼联席CEO、平安银行董事长谢永林和中国平安监事会主席孙建一分别买入9800股和10万股，共耗资约51万元和516万元。到9月3日，更多董事、监事、高级管理人员加入增持行列，包括中国平安联席CEO陈心颖，中国平安副总经理、首席人力资源执行官蔡方方，中国平安合规负责人、首席运营官张小璐，中国平安稽核监察部总经理胡剑锋等人。

其中尤为值得注意的是，9月3日，中国平安董事长马明哲买入4万股中国平安，买入均价51.4元/股，耗资205.6万元。这是中国平安2007年上市后，14年来马明哲首次增持中国平安。

在半年报中，马明哲展望2H21并表示，公司将坚定不移地聚焦做强综合金融主业，全力推动以寿险改革、数字化赋能为核心的高质量发展，加快科技创新和生态建设，促进各项业务健康发展，并积极履行企业公民责任，为广大客户、股东和社会创造稳健增长的价值。

当前中国平安多种估值均处于历史底部，随着利好释放，此前被压抑的情绪以及对业绩的悲观预期将逐渐消解，被错误低估的价格可能成为估值快速修复的动力。

因此机构也对中国平安的估值前景做出了乐观预测。

8月份，花旗发表报告，预计中国平安寿险业务的不利因素将持续到3Q21，而4Q21则可能会出现良好增长；9月21日，里昂发表报告指，维持中国平安“买入”评级，目标价维持在83元不变。里昂认为市场反应过度，平安所下跌的市值额大于其对国内房地产的风险敞口，且平保目前的估值预测均处于H股上市后历史低位；瑞信9月23日发布研报称，维持中国平安港股“跑赢大市”评级；9月29日，摩根大通增持中国平安约6290.2万股，总耗资约34.35亿港元。

或许市场对平安价值的争议仍旧很大，事实上也有不少人在二级市场投出了看空一票，但要知道，在不久前中国企业联合会发布的中国500强名单中，中国平安以1.32万亿的营收高居第五。

中国平安仍是这个市场上实力最强劲的玩家之一。