

# 中国平安 (601318)

证券研究报告  
2018 年 02 月 01 日

## 健康医疗科技公司业务全解读和对平安市值影响测算

### 平安控股健康医疗科技公司 46.20%，软银 2017 年底参股

平安医疗健康科技的控股股东为安鑫（平安间接全资子公司），平安，乐锦煊（2017 年 11 月在英属处女群岛成立的公司）及罗肇华先生。当前股权结构由安鑫，乐锦煊和软银旗下 Vision Fund Singapore SPV 构成，3 者持股比例分别为 46.20%，46.39%和 7.14%。健康医疗科技在 2016 年 4 月完成 A 轮融资，去年年底引入软银，并在去年末进行了境内外的股权重组；董事长王涛先生科技医疗背景深厚，非执行董事大多为平安资深高层；

### 公司尚未盈利，2017Q3 净资产 19 亿元，营收以消费医疗和健康商城为主

公司 2015 年，2016 年和 2017Q3 分别亏损 3.24 亿元，7.58 亿元和 4.97 亿元，毛利率分别为 39.76%，42.16%和 44.22%。截止 2017 年 3 季度末，公司的净资产为 19.02 亿元，负债率为 55.18%。公司有 4 条主要业务线：

**家庭医生服务：**包含在线咨询，转诊预约住院安排和二次诊疗，毛利率 64%；

**消费医疗：**提供健康检查和基因检测，医美和口腔服务，销售渠道 90%来自于平安集团的销售代理和子公司的订购，该业务占总体营收的 44.7%；

**健康商城：**通过自营和平台两种模式销售健康和保健产品，毛利率 18%，2017 年 Q3 营收 3.53 亿元，同比增加 14 倍；

**健康管理和互动：**广告业务是最主要的业务和收入模式，营收占比为 4.26%；

### 公司和平安集团的业务互动频繁，协同效应较为显著

公司和平安集团的运营模式都是通过多频次的互动增强粘性，由用户发展成客户，通过体验增加客均利润，当前付费转化率为 2.7%；其次在线咨询业务和消费医疗分别由 80%和 90%来自于平安集团导流；

公司作为线上健康管理入口，和线下健康管理入口的万家医疗，充当支付手段的平安商业保险和平安医保，共同组成闭环的医疗生态圈；公司同时共享了集团强大的人工智能和运算能力，运营效率大幅增加。

### 估值测算：若 4 项互联网业务均在 2018 年完成上市，目标价约为 90 元

我们根据平安互联网子版块 2018 年的上市发起进程和是否能够成功上市，以及寿险估值（目标 PEV 为 1.8 倍还是 2 倍）的假设进行四个情景测算，并赋予每个情景 25%的权重，最后可得目标价为 89.58 元。

### 风险提示：保费收入大幅下滑，互联网业务上市进程不达预期

#### 投资评级

行业	非银金融/保险
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	75.48 元
目标价格	89.58 元

#### 基本数据

A 股总股本(百万股)	10,832.66
流通 A 股股本(百万股)	10,832.66
A 股总市值(百万元)	817,649.52
流通 A 股市值(百万元)	817,649.52
每股净资产(元)	24.52
资产负债率(%)	90.94
一年内最高/最低(元)	81.28/34.90

#### 作者

**陆韵婷** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060004  
luyunting@tfzq.com

#### 股价走势



资料来源：贝格数据

#### 相关报告

- 1 《中国平安-季报点评:新业务价值增速微低于预期，净利润上升通道确定》2017-11-03
- 2 《中国平安-首次覆盖报告:价值可持续增长的综合金融典范：中国平安》2017-11-01

财务数据和估值	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入（亿元）	6199.9	7124	8780	10492	13180
增长率（%）	34.94%	14.91%	23.24%	19.49%	25.62%
归属母公司股东净利润（亿元）	542	623	776	1121	1557
增长率（%）	38.00%	15.11%	24.29%	44.55%	38.92%
内含价值（亿元）	5529	6377	7941	9692	11806
新业务价值（亿元）	311	508	688	860	1075
内含价值估值(P/EV)	2.48	2.15	1.72	1.41	1.16

资料来源：wind，天风证券研究所

1月29日中国平安发布公告，宣布平安健康医疗科技有限公司（“平安好医生”）拟首次公开发行H股在香港联合交易所有限公司主板上市，并已于2018年1月29日向香港联交所提交上市申请，同时向中国平安现有股东提供平安好医生H股的保证配额。

平安健康医疗科技递交上市申请意味着中国平安旗下的互联网业务将正式陆续迈入上市的跑道，在继续发挥平安集团内部协同作用，拓展大金融大健康领域之外，对中国平安的市值也有较大的影响。

## 1. 平安集团控股健康医疗科技公司 46.20%，软银 2017 年底参与

平安健康医疗科技有限公司（即平安好医生）成立于2014年11月，是提供综合服务的一站式医疗健康平台，定位为中国互联网医疗的先行者。

### 1.1. 实际控制人包括 4 个主体，平安控股比例为 46.20%

平安医疗健康科技的控股股东为安鑫（平安间接全资子公司），平安，乐锦煊（2017年11月在英属处女群岛成立的公司）及罗肇华先生。

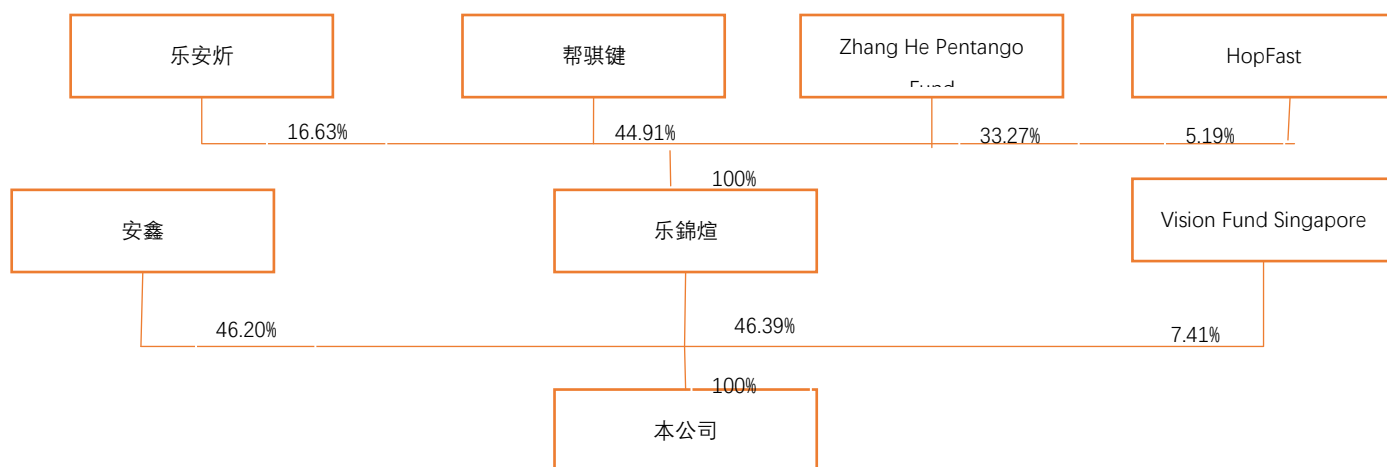
公司在本次对公众募集资金之前的股东结构为：安鑫（平安间接全资子公司），乐锦煊（2017年11月在英属处女群岛成立的公司）和软银旗下 Vision Fund Singapore SPV 构成，3者持股比例分别为 46.20%，46.39%和 7.14%。

其中乐锦煊又由四部分构成：

- 1) 乐安旻（2017年10月在英属处女群岛设立的公司，代表员工股权激励受益人持有乐锦煊股份）；
- 2) 帮骐键（2014年10月在英属处女群岛成立的公司，由王文君和宝文伟先生代表受益人：平安的若干董事以及平安医疗健康科技的6位董事：王涛先生，姚波先生，蔡方女士，李源祥先生，王文君女士和宝文伟先生）；
- 3) Zhang He Pentango Fund(有限合伙人是2016年4月A轮投资者，普通合伙人由罗肇华拥有和控制)；
- 4) 罗肇华先生全资持有的 HopFast；

这四者分别持有乐锦煊的股份比例是 16.63%，44.91%，33.27%和 5.19%。

图 1：平安健康医疗科技当前股权结构



资料来源：香港联合交易所，天风证券研究所

## 1.2. 公司股权变动沿革：2016 年进行 A 轮融资，去年底进行境内境外重组

公司成立初期的主要股东是安鑫（63%），帮骐键（27%）和鸿骐键（10%，代表员工激励受益权的信托计划）；公司于 2016 年 4 月面向 12 名机构投资者完成 A 轮融资，7000 万股 B 类普通股作价 5 亿美元，当时点平安医疗健康科技的总估值约为 30 亿美元；2017 年 12 月软银旗下 Vision Fund 出资 4 亿美元认购 3360 万股 B 类普通股；同时 2017 年年末公司通过设立有限合伙公司，子公司间股权转让，回购等方式进行一系列境内境外的股权重组，并与 2018 年 1 月将 A 和 B 类普通股按照 1 比 1 重新分配为普通股。

表 1：平安健康医疗科技的股权变动大事记录

时间轴	股权变动事项
2014 年 11 月 12 日	公司在开门群岛注册成立，法定股本为 50000 美元，分为 50 亿股
2014 年 12 月 11 日	公司分别向安鑫（平安间接持有全资子公司）和帮骐键（王文君和宝文伟代表帮骐键受益人持有的在处女群岛成立的公司）发行 2.5 亿和 1.05 亿股，两者分别持有公司股权的 70%和 30%
2014 年 12 月 26 日	公司开展员工激励，成立信托计划鸿骐键，安鑫，帮骐键和鸿骐键的持股比例分别 63%，27%和 10%
2016 年 4 月	对 12 名机构投资者完成 A 轮融资，股数 7000 万股，价格 5 亿美元。安鑫，帮骐键和鸿骐键被指定 A 类普通股，并向 A 轮投资者发行 B 类普通股
2017 年 12 月	罗肇华先生（实际控制人）从安鑫处以 8970 万美元收购其 1092 万股 A 类普通股
2017 年 12 月	软银全景（SOFTBANK VISION FUND）出资 4 亿美元认购 3360 万股 B 类普通股，预计将占最后实际发行股本数量的 7.41%
2017 年年末	境内境外重组： 境外重组：A 轮投资者成为 Zheng He Pentagon Fund 的有限合伙人，该基金的普通合伙人为罗肇华先生所控制的 ZH GP5，同时成立乐锦炫公司，通过回购等方式，承接鸿骐键，帮骐键，A 轮投资者等股份；境内重组：平安金融科技将平安健康互联网部分股权转让给康炜键和康锐键（两者均为平安科技互联网的股东）
2018 年	公司将 A 和 B 类普通股按照 1 比 1 重新分配为普通股

资料来源：香港联交所，天风证券研究所

## 1.3. 公司高管：董事长科技医疗背景深厚，非执行董事大多为平安资深高管

公司当前董事会由 11 位人士组成，包括 1 位执行董事，6 位非执行董事和 4 位独立董事。

平安健康医疗科技公司的董事长，执行董事兼首席执行官王涛先生于 2013 年加入平安集团，是平安好医生的创立者之一，加入平安之前曾担任阿里巴巴集团的科技高级副总裁，阿里软件的执行总裁和金山软件的首席技术官，在医疗，科技，管理等领域积累深厚。

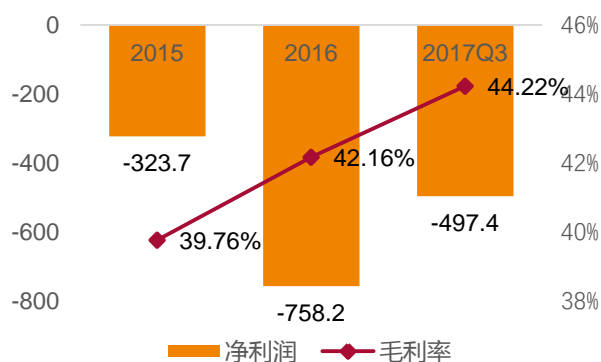
6 位非执行董事中李源祥先生，姚波先生，蔡方方女士，宝文伟先生和王文君女士均在平安集团工作多年，另一位非执行董事为公司实际控制人之一的罗肇华先生。

## 2. 公司尚未盈利，营收以消费医疗和健康商城业务为主

根据招股书的说明，截止 2017 年 3 季度末，平安健康医疗科技尚未实现盈利。2015 年，2016 年和 2017Q3 营收分别为 2.78 亿元，6.01 亿元和 10.16 亿元，亏损 3.24 亿元，7.58 亿元和 4.97 亿元，毛利率分别为 39.76%，42.16%和 44.22%。

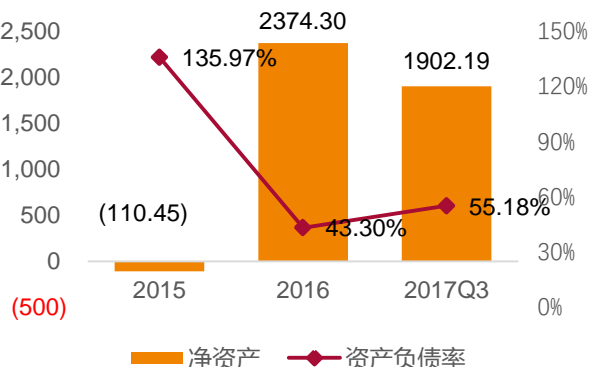
截止 2017 年 3 季度末，公司的净资产为 19.02 亿元，负债率为 55.18%。

图 2：公司尚未实现盈利：百万元



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

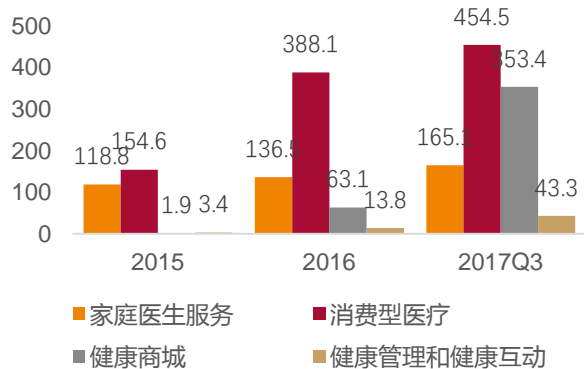
图 3：年度公司净资产和负债率：百万元，%



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

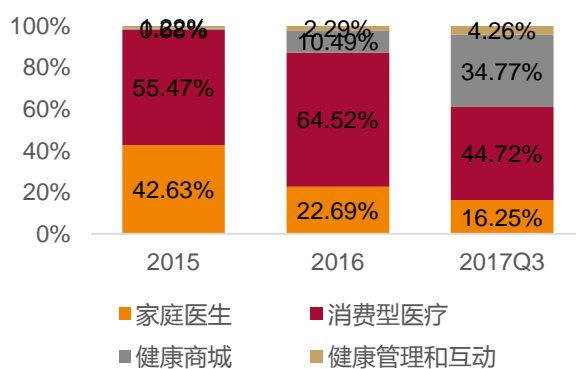
公司主要收入来自于四大业务条线：家庭医生服务，消费型医疗，健康商城以及健康管理和互动。四大业务条线自 2015 年以来均保持较快增长，其中健康商城 2017Q3 业务收入达到 3.53 亿元，营收比例由 2015 年的 0.68% 上升至当前的 34.77%，营收贡献仅次于消费医疗的 44.72%。

图 4：2015-2017Q3 主要业务营业收入：百万元



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

图 5：2015-2017Q3 主要业务营收贡献占比：%

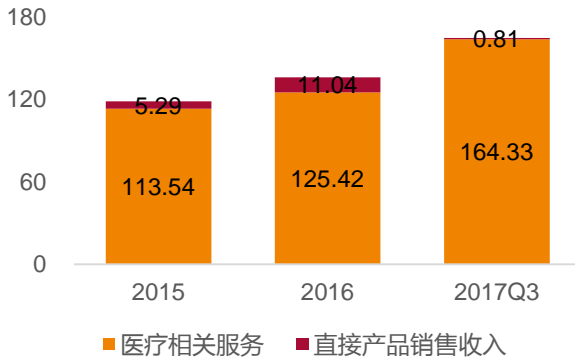


资料来源：香港联交所，天风证券研究所

## 2.1. 家庭医生业务：线上咨询和转诊的商业欧式

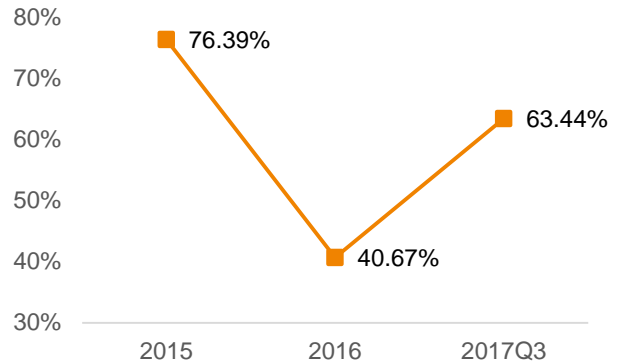
家庭医生服务的营收基本来自于医疗服务，2015-2017Q3 的营收分别为 1.18 亿元，1.36 亿元和 1.64 亿元，毛利率分别为 76.4%，40.7%和 63.4%。

图 6：家庭医生服务业务营收来源：百万元



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

图 7：家庭医生服务业务毛利率：%



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

该业务主要由以下 3 种模式构成：在线咨询，转诊挂号住院安排和二次诊疗服务

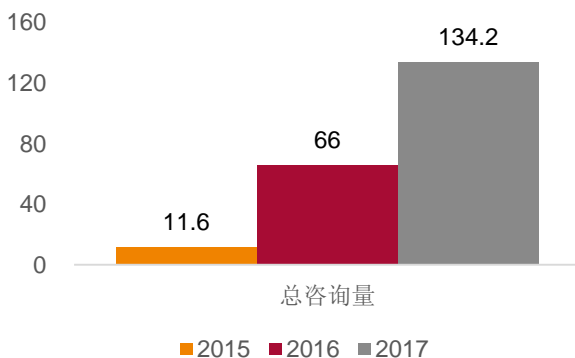
### 在线咨询

包含医疗咨询和健康咨询，两者比例各占 50%，年度咨询次数由 2015 年的 1160 万上升至 2017 年的 13420 万次。其中 95%以上的在线咨询由平安健康医疗科技的人工智能辅助自有医疗团队（2017 年自有医疗团队由 172 名医师和 716 名医务助理组成）完成。

医疗咨询主要为常见病和慢性病的咨询，健康咨询则侧重养生，减肥，护理和健身领域。业务流程为：客户通过文字图片语音等描述症状，随后公司根据描述和客户过往病例为其自动生成可供挑选的医生名录，每次咨询时长为 15 分钟，用户也可选择延长 15 分钟。

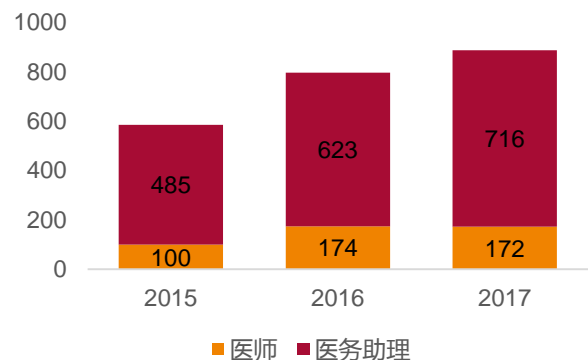
每次咨询费用根据医生的资历，经验和用户评价确定，外部医生收费一般为 20-60 元/次。

图 8：年度在线咨询次数：百万次



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

图 9：自有医疗团队构成：人



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

### 转诊，挂号和住院安排：

平安健康医疗科技提供医院数据库的入口，转诊和挂号服务一般是通过直接与医院合作接入挂号系统或者向第三方中介公司支付 API 登录其附属医院的挂号系统，前者用户不用付费。公司现和 650 家 3 甲医院就 80 种重大疾病订立快速入院的协议。

### 二次诊疗服务

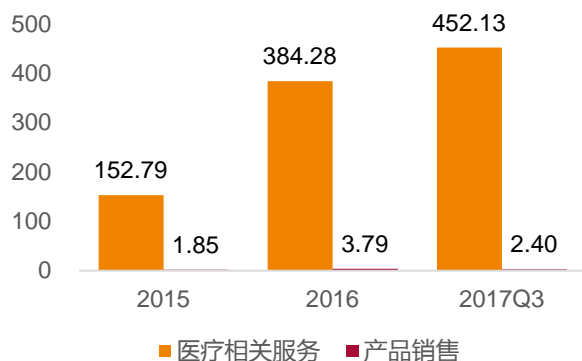
主要面对寻求先前应诊医生之外的二次诊疗意见的客户，为他们提供接受北上广和美国日本等医疗机构专家咨询的机会。

## 2.2. 消费型医疗：较为依赖平安集团的销售能力

该项业务主要提供健康检查和基因检测，医疗美容和口腔卫生等服务，其中健康检查延伸出专家报告解读，实时监控健康状况等增值服务。

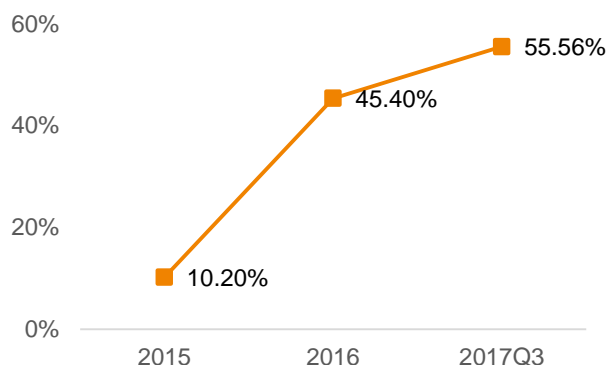
消费医疗的主要收入来源是服务提供，业务的毛利率由 2015 年 10.20% 大幅提升至当前的 55.56%。

图 10：消费型医疗营业收入分布：百万元



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

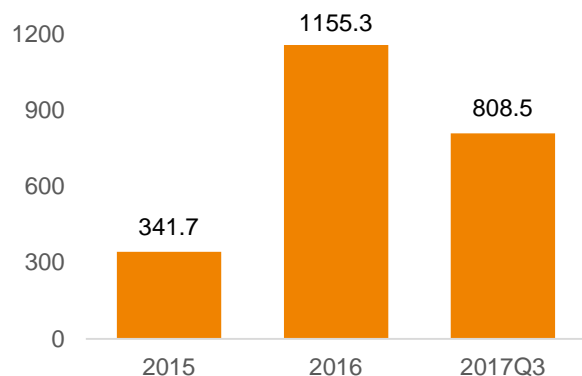
图 11：消费型医疗毛利率：%



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

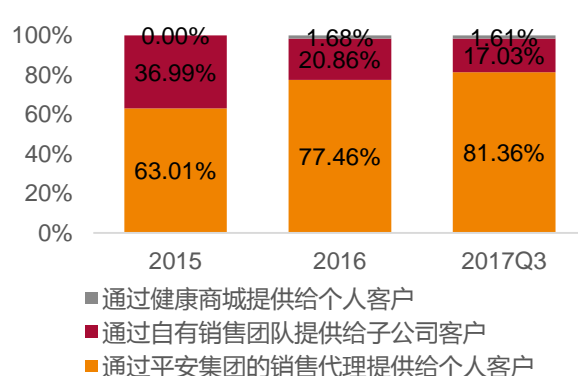
消费医疗的主要渠道倚重平安集团。2017Q3 末销售消费医疗服务组合 808 个，其中通过平安集团的销售代理出售给个人客户的占比达到了 81.36%，自有团队出售给子公司的占比为 17.03%，健康商城的零售占比为 1.61%。

图 12：服务组合数量：个



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

图 13：服务组合数量分渠道占比：%



资料来源：香港联交所，天风证券研究所



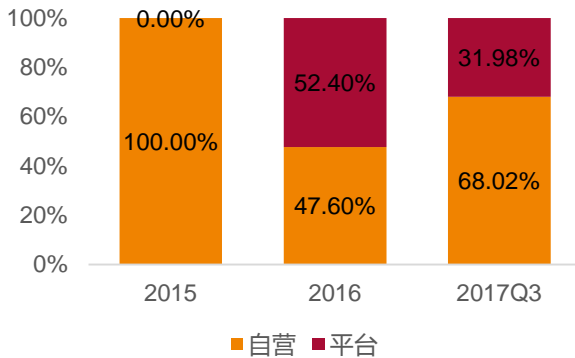
### 2.3. 健康商城业务：收入增速较快，毛利率约 18%

健康商城业务的营收增速较快，主要提供三类产品：健康补品，化学药品和医疗器械在内的健康产品，健身器材和护理产品在内的保健产品，以及家用电器和必需品等。三者比例约为 50%：25%：25%。

健康商城业务模式分为自营和平台两类，其中平台模式和 17 家连锁药店和 14 家海淘供货商合作，公司收取的佣金费为销售金额的 4%-10%，同时平安健康医疗科技向这些平台收取定额年度会员费，2017Q3 平台的销售金额占比约为 68%。

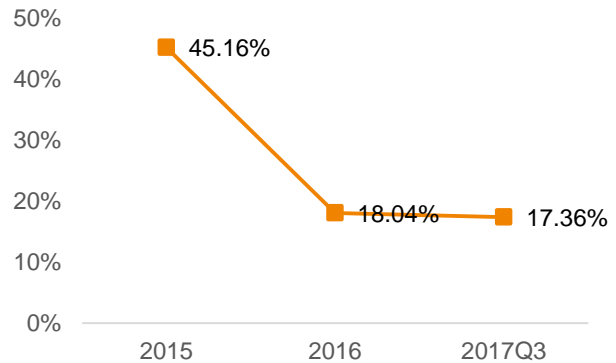
在当前平台和自营销销售额的比例下，消费医疗业务的毛利率约为 17%-18%。

图 14：商品交易总额分模式占比：%



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

图 15：消费医疗业务的毛利率：%



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

### 2.4. 健康管理和互动业务：收入几乎全部来自于广告

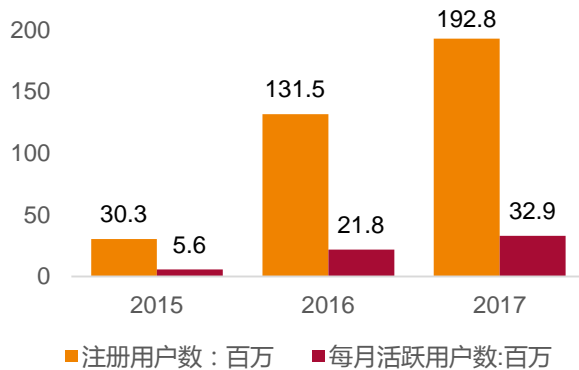
健康管理和互动业务主要的模式是广告业务，同时也是其最重要的收入来源。其他模式还包括了内容性质的健康头条，可在健康商城兑换成实物的健康奖励，包含课程的健康计划以及健康测评。2017Q3 健康管理和互动业务的毛利率约为 70%。

### 3. 平安健康医疗科技和平安集团的业务互动

首先，我们认为平安健康医疗科技在运营模式上和平安集团一致，即通过多频次的互动增强粘性，先有用户然后再有客户，先对外开放使用渠道并通过营销策略吸引用户，当用户拥有良好的使用体验并逐渐产生产品依赖性之后才会成为客户，在客户进一步购买公司其他产品的过程中公司实现客均产品数量的增加，并相应的提高客户黏度和客均利润。

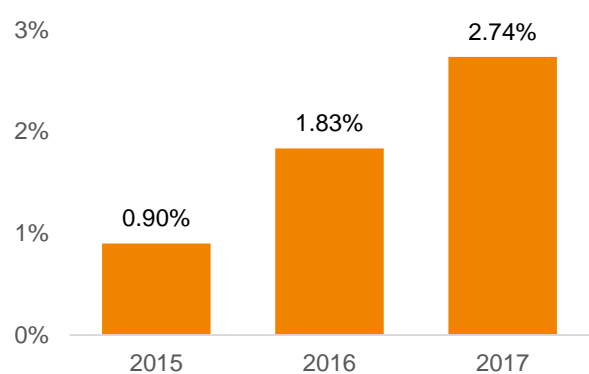
2015-2017 年，公司注册用户数量分别达到 30.3 百万，131.5 百万，192.8 百万；复合增长率达到 152.3%。平台平均月活量分别达到 5.6 百万，21.8 百万，32.9 百万，复合增长率达到 142.2%，其中从活跃客户转换成付费客户的比例由 2015 年的 0.9% 提升至 2017 年的 2.74%。

图 16：好医生注册用户和月活用户复合增速达到 140% 以上：百万



资料来源：香港联交所，天风证券研究所

图 17：活跃用户的付费转化率：%

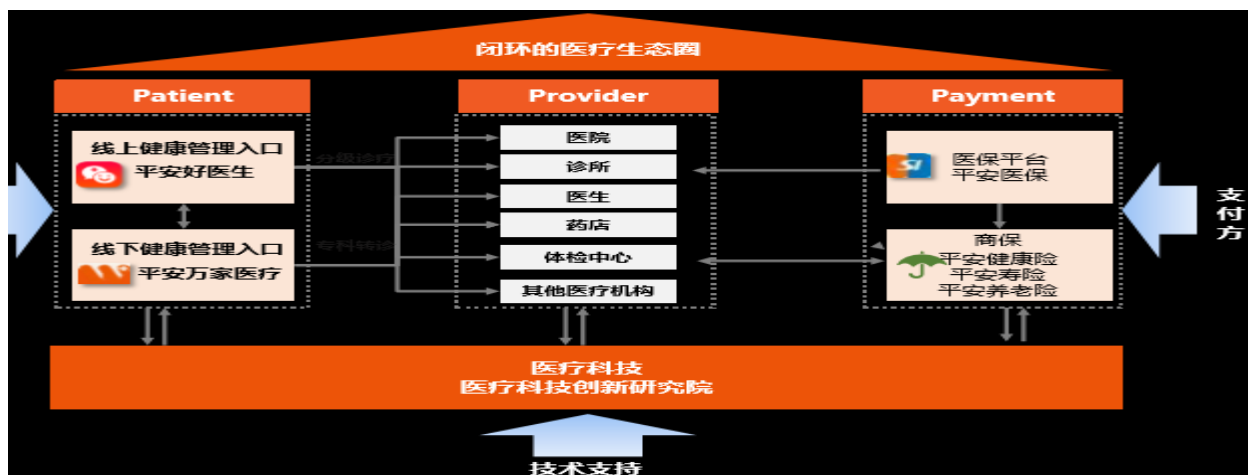


资料来源：香港联交所，天风证券研究所

其次在业务引流方面，平安集团起了极大的作用。在在线咨询业务上通过平安金管家 APP 平台上进行咨询的占比占到所有资讯数量的 20%；在消费医疗业务上，更是 98% 来自于平台销售和子公司的需求；

在业务协同方面，平安健康医疗科技作为线上健康管理入口，和线下健康管理入口的万家医疗，充当支付手段的平安商业保险和平安医保，共同组成闭环的医疗生态圈。

图 18：平安闭环医疗生态圈示意



资料来源：公司公告，天风证券研究所

再次，平安集团拥有的强大人工智能和运算能力能大幅增加健康医疗科技公司的运营效率。比如能够处理海量数据的能力使其记录了超过 15 亿份真实在线问诊记录，人工智能技术可以通过全职医生团队的反馈不断获取学习能力，从而减少医疗团队的人力成本。根据平安集团的估算，健康医疗科技公司的成本预计将下降 30 亿元人民币，即 80%。



## 4. 平安健康医疗科技未来的战略方向

在招股说明书中，公司描述了 5 个未来的策略方向

- 1) 系统性地增加公司的用户群体数量，提高用户参与度，巩固行业领先地位。主要方式包括：为平台上需求不同的客户提供差异化服务；提高服务质量；继续研发数据驱动型健康预测服务，比如健康继续管理等，在客户的普通日常生活中继续服务他们。
- 2) 提高公司技术能力，使得平台的容量和表现优异。
- 3) 深化公司与健康行业利益相关者之间的联系，在健康价值链上提升公司服务水平。例如公司计划开发一种家用的医疗器械，或者是一种机器 AI 助手，来通过语音识别，帮助收集用户健康信息，并且将这些信息传递给他们的家庭医生。
- 4) 激发平台的货币化机会：主要途径是吸引商业保险商和社会医疗保险中介成为公司客户，为特定客户群体提供私人定制的主动的健康管理服务 and 精准化广告。
- 5) 选择性合作，投资和收购：公司准备从国内外招聘一些高素质的 AI 专业人才，并且收购国内外的拥有先进科技和服务解决方案的公司。同时也想加大投资海内外的健康产品以及家用诊断设备公司。

## 5. 估值：综合估计下，目标价约为 89.6 元

我们根据平安互联网子版块 2018 年是否能成功上市，以及对寿险估值的假设进行情景测算，从而获得目标价。

### 5.1. 第一组情景假设：平安互联网业务中仅平安好医生在 2018 年完成 IPO

我们各分部估值如下：对平安的寿险业务给予 1.8 倍 PEV 估值；财险业务估值参考中国财险，当前其 H 股估值为 1.3 倍 PB，考虑到平安保证保险近年来综合成本率波动较大，这里给予 1.2 倍 PB 估值；证券业务估值参考市场同等规模券商的估值，这里采用 1.5 倍 PB 估值；信托业务估值参考市场多元金融板块的平均估值，采用 1.5 倍 PB 估值；银行业务采用持有股权对应的市值进行评估；

好医生估值采取采用 1 月 20 日《香港经济日报》报道的 50 亿美金，减去本次 IPO 拟融资的 78 亿港币，再乘以未摊薄前的持股比例 46.21%，即  $(5000 \times \text{美元汇率 } 6.3 - 7800 \times \text{港币汇率 } 0.8) \times 46.21\% = 22750 \text{ 百万元}$ 。其他资产采用 1 倍 PB 估值，则可算得平安各项业务的估值为 14892 亿元，对应每股股价 81.47 元；

表 2：平安在第一组情景下的目标价测算：百万元

子版块	估值指标	估值倍数	价值	估值说明(2018 年数据)
寿险业务	内含价值估值	1.8	1112400	预计 2018 年寿险内含价值为 6180 亿元
财险业务	市净率估值	1.2	96840	预计 2018 年财险净资产 807 亿元
证券业务	市净率估值	1.5	43500	预计 2018 年平安证券净资产 290 亿元
信托业务	市净率估值	1.5	36000	预计平安信托 2018 年净资产为 240 亿元
银行业务	市值法	57.94%	139777	平安集团，平安人寿和其产品在 2017Q3 末共持有平安银行 57.94% 的股份
平安健康医疗科技	市值估值	46.21%	11673	新闻报道其估值可能达到 50 亿美元，其中筹资规模 78 亿港币
其他资产	净资产	1	49000	其他资产的净资产约为 480 亿元
总市值			1489190	
每股股价			81.47	

资料来源：《香港经济日报》，wind，天风证券研究所

## 5.2. 第二组情景假设：平安互联网业务中仅平安好医生在 2018 年完成 IPO，但寿险估值提升至 2 倍内含价值

我们对平安的财险，证券，信托，银行和互联网业务的估值参考第一组情景假设下的算法，并假设由于 NBV 和 EV 的持续高增长，寿险业务可能估值提升至 2 倍内含价值。则可算得平安各项业务的估值为 16128 亿元，对应每股股价 88.23 元。

表 3：平安在第一组情景下的目标价测算：百万元

子版块	估值指标	估值倍数	价值	估值说明(2018 年数据)
寿险业务	内含价值估值	2	1236000	预计 2018 年寿险内含价值为 4847 亿元
财险业务	市净率估值	1.2	96840	预计 2018 年财险净资产 733 亿元
证券业务	市净率估值	1.5	43500	预计 2018 年平安证券净资产 270 亿元
信托业务	市净率估值	1.5	36000	预计 2017 年平安信托的净资产为 225 亿元
银行业务	市值法	57.94%	139777	平安集团，平安人寿和产品在 2017Q3 末共持有平安银行 57.94%的股份
平安健康医疗科技	市值估值	46.21%	11672.646	新闻报道其估值可能达到 50 亿美元,其中筹资规模 78 亿港元
其他资产	净资产	1	49000	其他资产的净资产约为 480 亿元
总市值			1612790	
每股股价：元			88.23	

资料来源：《香港经济日报》，wind，天风证券研究所

## 5.3. 第三组情景假设：平安 4 项互联网业务中均在 2018 年完成 IPO

我们对平安的寿险，财险，证券，信托和银行业务的估值参考第一组算法，四项互联网业务给予 1 月 20 日《香港经济日报》报道的估值：即好医生 50 亿美元，陆金所 600 亿美元，医疗健康计划 88 亿美元，一账通 75 亿美元，同时扣除拟融资的 78 亿港元，390 亿港元，78 亿港元和 78 亿港元，同时乘以未摊薄前平安持有的股权，则可算得平安各项业务的估值为 16446 亿元，对应每股股价 89.96 元；

表 4：平安在第一组情景下的目标价测算：百万元

子版块	估值指标	估值倍数	价值	估值说明(2018 年数据)
寿险业务	内含价值估值	1.8	1112400	预计 2018 年寿险内含价值为 6180 亿元
财险业务	市净率估值	1.2	96840	参照人保财险给予 1.5 倍估值,预计 2018 年财险净资产 807 亿元
证券业务	市净率估值	1.5	43500	中型券商估值中枢为 2 倍，预计 2018 年平安证券净资产 290 亿元
信托业务	市净率估值	1.5	36000	多元金融板块的 PB 均值为 1.6；预计平安信托 2018 年净资产为 240 亿元
银行业务	市值法	57.94%	1366923	平安集团，平安人寿和其产品在 2017Q3 末共持有平安银行 57.94%的股份
陆金所	市值估值	43.76%	170664	新闻报道其估值可能达到 600 亿美元，其中筹资 390 亿港元
平安健康医疗科技	市值估值	46.12%	22750	新闻报道其估值可能达到 50 亿美元,其中筹资规模 78 亿港元
医疗健康计划	市值估值	70.00%	40040	新闻报道其估值可能达到 88 亿美元，其中筹资规模 78 亿港元
金融一账通	市值估值	44.30%	21596.25	新闻报道其估值可能达到 75 亿美元，其中筹资规模 78 亿港元
总市值			1644557	
每股股价：元			89.96	

资料来源：《香港经济日报》，wind，天风证券研究所

#### 5.4. 第四组情景假设：寿险 PEV 提至 2 倍，且平安 4 项互联网业务中均在 2018 年完成 IPO

我们对平安的财险，证券，信托，银行和互联网业务的估值参考第三组情景假设下的算法，并假设由于 NBV 和 EV 的持续高增长，寿险业务可能估值提升至 2 倍内含价值。则可算得平安各项业务的估值为 17924 亿元，对应每股股价 98.05 元。

表 5：平安在第一组情景下的目标价测算：百万元

子版块	估值指标	估值倍数	价值	估值说明(2018 年数据)
寿险业务	内含价值估值	2	1236000	预计 2018 年寿险内含价值为 6180 亿元
财险业务	市净率估值	1.2	121050	给予 1.2 倍估值,预计 2018 年财险净资产 807 亿元
证券业务	市净率估值	1.5	43500	给予 1.5 倍估值, 预计 2018 年平安证券净资产 290 亿元
信托业务	市净率估值	1.5	36000	多元金融板块的 PB 均值为 1.5; 预计平安信托 2018 年净资产为 240 亿元
银行业务	市值法	57.94%	139777	平安集团, 平安人寿和其产品在 2017Q3 末共持有平安银行 57.94%的股份
陆金所	市值估值	43.76%	151760	新闻报道其估值可能达到 600 亿美元, 其中筹资 390 亿港币
平安健康医疗科技	市值估值	46.21%	11673	新闻报道其估值可能达到 50 亿美元,其中筹资规模 78 亿港币
医疗健康计划	市值估值	70%	34440	新闻报道其估值可能达到 88 亿美元, 其中筹资规模 78 亿港币
金融一账通	市值估值	0.443	18167.4	新闻报道其估值可能达到 75 亿美元, 其中筹资规模 78 亿港币
总市值			1792367	
每股股价: 元			98.05	

资料来源:《香港经济日报》, wind, 天风证券研究所

我们赋予上述四种情景假设各 25%的实现权重, 得到目标价为 89.58 元。

## 财务预测摘要

人民币百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>						<b>每股指标</b>					
营业收入	619990	712453	878,046	1,049,209	1,317,979	每股收益	2.97	3.41	4.24	6.13	8.52
已赚保费	349846	441620	550514	678020	858628	每股净资产	18.28	20.98	24.96	31.17	39.82
银行业务利息净收入	67404	78138	85000	111599	126809	每股内含价值	30.24	34.89	43.56	53.11	64.58
非保险业务手续费及佣金	36932	35467	44060	56011	71171	每股新业务价值	1.70	2.78	3.65	4.57	5.71
投资收益	137844	109678	154795	155564	205898						
其他业务收入	27583	42318	43677	48015	55472						
						<b>估值指标 (倍)</b>					
营业支出	527043	619085	760447	875840	1080339	P/E	25.32	22.00	17.70	12.24	8.81
退保金	16578	16050	19815	23663	28106	P/B	4.11	3.58	3.01	2.41	1.89
赔款支出	118125	140236	162141	189528	221085	P/EV	2.48	2.15	1.72	1.41	1.16
提取保险责任准备金	140108	149613	212563	245815	312440	VNBX	26.38	14.46	8.63	4.81	1.84
保单红利支出	8455	11236	14861	16564	19674						
营业税金及附加	20815	9268	10637	14314	16885						
手续费及佣金支出	50633	78742	114320	134600	173360						
业务及管理费用	112737	129997	140300	158315	203931	<b>盈利能力</b>					
资产减值损失	36548	48894	47731	47731	47731	ROE	16.22%	16.27%	17.00%	19.67%	21.39%
						ROA	1.14%	1.12%	0.98%	1.19%	1.38%
利润总额	93413	94411	117599	173369	237640	ROAE	11.66%	17.39%	18.47%	21.85%	24.00%
净利润	65178	72368	89949	130019	180621	ROAA	1.05%	0.93%	0.81%	1.08%	1.38%
减：少数股东权益	10975	9974	12397	17920	24894						
所属公司股东净利润	54203	62394	77552	112100	155727						
资产	4765159	5576903	809,162	959,746	1,152,938						
货币资金	475057	569683	269,800	320,009	384,425						
定期存款	166811	189950	218,685	259,382	311,594						
交易类金融资产	73402	153963	763,082	905,091	1,087,281						
可供出售	516364	537241	1,434,170	1,701,066	2,043,483						
持有到期	916669	1009714	202,245	239,883	288,170						
其他可投资资产	206235	142389	3,697,145	4,385,176	5,267,892						
投资资产	2354538	2602940	3,697,145	4,385,176	5,267,892						
非投资资产	2410621	2973963	4,224,136	5,010,239	6,018,777						
负债	4351588	5090442	7,342,432	8,672,515	10,363,10						
准备金负债	998296	1154056	1,356,967	1,602,782	1,915,222						
应付保单红利	33028	39216	46,111	54,464	65,081						
保户储金及投资款	410365	472557	555,644	656,299	784,235						
其他负债	2909899	3424613	4,026,743	4,756,188	5,683,341						
股本	18280	18280	18280	18280	18280						
资本公积	117965	122510	127,836	139,338	151,839						
其他综合收益	26246	18562	18,562	18,562	18,562						
盈余公积	8498	11366	19,121	30,331	45,904						
归属于母公司股东权益	334248	383449	456,273	569,820	727,994						
少数股东权益	79323	103012	122,576	153,080	195,573						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com