

保险优势不改，AI+金融应用场景丰富

中国平安(601318)

重点事件

中国平安披露2023年一季报，实现归母营运净利润413.85亿元，同比下滑3.4%；实现归母净利润383.52亿元，同比大幅增长48.9%，增速超市场预期。寿险业务2023Q1实现NBV137.02亿元，同比增长21.1%，超出市场预期；财险业务整体综合成本率为98.7%，同比提升2pct。

主要观点

▶ 寿险改革进行时，促进集团价值复苏。

面临人口红利衰退、粗放式代理人海战术难以为继、行业竞争激励等困境，平安寿险推动“4渠道+3产品”改革，改革业绩初见成效，未来增长潜力充足。渠道方面：代理人产能显著提升，银保渠道新业务价值实现逆势增长；产品方面：将保险和服务相结合，构建差异化竞争优势。同时多项政策出台和落地保障寿险及健康险高质量发展。根据前瞻产业研究院数据，我国寿险深度和保险密度与发达国家相比处于较低较低水平，行业仍有较大长期发展空间。同时，社会整体老龄化将催生更多养老保险需求。

▶ 产险和银行业务稳定发展。

产险业务稳定增长，风控能力优秀。2022年，平安产险实现原保险保费收入2980.38亿元，同比增长10.4%，以原保险保费收入衡量，平安产险是国内第二大财产保险公司，仅次于人保财险。风控整体良好，2022年产险综合成本率100.3%。车险作为最大险种，车险综改后恢复稳健有序经营，2022年原保险保费收入增速由负转正，同比增长6.6%。平安银行是平安集团的第三大营业收入来源，第二大营运利润来源，业绩稳健增长，2022年营业收入1798.95亿元，同比增长6.2%；净利润455.16亿元，同比增长25.3%。

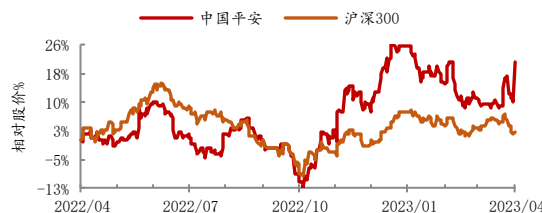
▶ AI+金融应用场景丰富，科技和医疗健康共同打造价值增长新引擎。

中国平安的科技业务整体产出多，在人工智能、金融科技和数字医疗业务领域的专利申请数均居全球第一位；全方面赋能金融主业，实现数字化营销、数字化增效、数字化风控。医疗健康业务打造“HMO+家庭医生+O2O服务”的管理式医疗模式，为个人和团体提供一站式医疗服务，打造中国的“联合健康”。

我们认为定制化对接保障需求和保险产品组合方案有望成为AI极佳应用场景。针对客户个性化的身体状况、保障需求范围、附加医疗服务、保障期限、资产配置等因素，配备恰当的保险产品组合。AI算法叠加高质量的底层数据（保险产品精算假设、非标体的健康险、全市场保险产品的保障范围、条款

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	66
最新收盘价：	51.8
股票代码：601318	601318
52周最高价/最低价：	53.6/35.9
总市值(亿)	9,469.16
自由流通市值(亿)	5,611.32
自由流通股数(百万)	10,832.66



分析师：罗惠洲
邮箱：luohz@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520070004

分析师：魏涛
邮箱：weitao@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070003

*实习生周玉婷、邵宇杰为本报告重大贡献者

相关研究

1. 2023.4.24《3月保险数据点评：寿险增速势头良好，财险高景气延续》

及定价)，可以在较短时间为客户生成定制化方案，一方面满足现有客户精细化、定制化保障，另一方面激发更大的潜在保障需求，并实现保险行业负债端快速增长和代理人成本下降。

投资建议

考虑负债端受经济复苏和 AI 技术推动的积极影响，我们预计 2023-2025 年中国平安营业收入分别为 11,280.19/11,633.32/11,992.99 亿元，同比增速分别为 2%/3%/3%；对应归母净利润分别为 1,020.32/1,428.36/1,800.03 亿元，同比增速为 22%/40%/26%；每股净收益 EPS 为 5.58/7.81/9.85 元，对应 2023 年 4 月 28 日收盘价 51.8 元的市盈率 PE 分别为 9.28/6.63/5.26 倍。参考同行业可比估值，给予中国平安 2023 年 0.8 倍 PEV 估值，对应目标价 66 元，较 2023 年 4 月 28 日收盘价 51.8 元有 27% 的增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

疫情后经济复苏不及预期；寿险改革效果不及预期；权益市场大幅波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	11,804.44	11,105.68	11,280.19	11,633.32	11,992.99
YoY	-3%	-6%	2%	3%	3%
归母净利润 (亿元)	1,016.18	837.74	1,020.32	1,428.36	1,800.03
YoY	-29%	-18%	22%	40%	26%
毛利率	12%	10%	12%	16%	20%
每股收益 (元)	5.77	4.80	5.58	7.81	9.85
市盈率	8.98	10.79	9.28	6.63	5.26

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 综合金融+医疗健康的一站式金融生活服务集团.....	5
1.1. 致力成为国际领先的综合金融集团.....	5
1.2. 2023 一季度营业利润表现超预期.....	5
1.3. 多业务协同发展.....	6
1.4. 依托本土优势兼具国际标准的管理架构.....	7
1.5. 客群经营成效显著.....	8
2. 寿险及健康险的“四渠道+三产品改革”持续推进.....	9
2.1. 平安寿险面临多重困境，传统模式难以为继.....	9
2.2. 平安寿险“四渠道+三产品”改革方兴未艾.....	10
2.3. 平安寿险的长期增长潜力充足.....	12
3. 平安产险和平安银行保持良好表现.....	15
3.1. 产险业务稳定增长，品质保持健康水平.....	15
3.2. 平安银行坚持“科技引领+零售突破+对公做精”.....	17
4. AI+金融应用场景丰富，医疗打造价值增长新引擎.....	18
4.1. 科技全面赋能集团生态圈建设.....	18
4.2. 医疗健康生态圈成效逐步体现.....	20
5. 盈利预测和估值.....	21
5.1. 盈利预测.....	21
5.2. 估值.....	22
6. 风险提示.....	23

图表目录

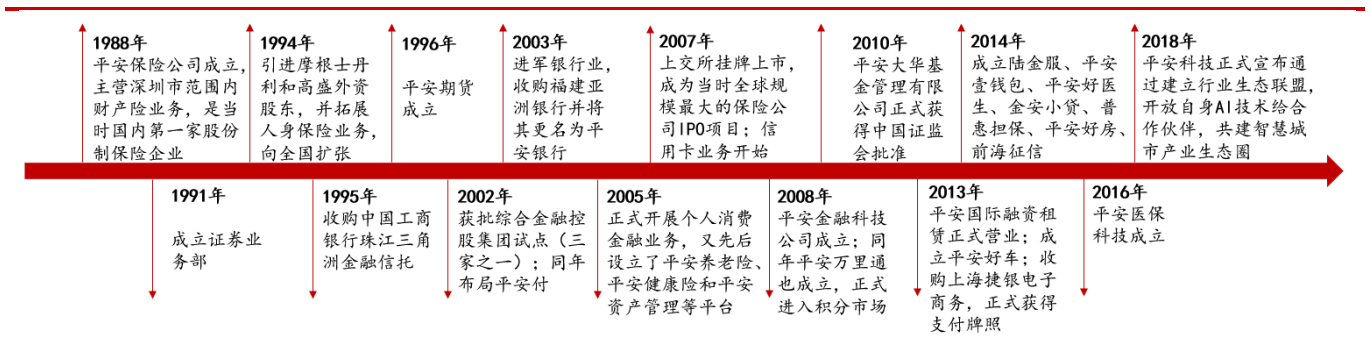
图 1 中国平安发展历程.....	5
图 2 中国平安致力于成为国际领先的个人金融生活服务集团.....	5
图 3 中国平安归母营运净利润及增速.....	6
图 4 中国平安归母净利润及增速.....	6
图 5 中国平安的整体业务架构.....	6
图 6 持有多家子公司合同的个人客户数.....	7
图 7 集团营运利润增长核心驱动因素（按客户群体划分）.....	9
图 8 中国平安寿险及健康险的新业务价值和业务价值率.....	10
图 9 平安寿险个人新业务的渠道构成（亿元）.....	10
图 10 平安寿险个人寿险代理人数量及增速.....	10
图 11 平安寿险代理人产能和人均月收入.....	11
图 12 平安寿险代理人产能与收入变化的相关性.....	11
图 13 近一年 1 年期与 10 年期国债收益率.....	13
图 14 全球主要国家及地区寿险密度对比（美元）.....	15
图 15 中国健康险原保险保费收入（亿元）.....	15
图 16 中国的养老在不同生活自理阶段的需求方式.....	15
图 17 平安产险原保险保费收入及增速.....	16
图 18 平安产险营运利润.....	16
图 19 2022 年平安产险前五大险种原保费收入（亿元）.....	17
图 20 2022 年平安产险前五大险种承保利润（亿元）.....	17
图 21 平安银行营业收入及增速.....	17
图 22 平安银行净利润及增速.....	17
图 23 汽车资讯 APP 年均 MAU 变化（万）.....	20
图 24 汽车资讯 APP 每月平均新增用户数（万）.....	20
图 25 2014-2024 年中国大健康产业整体营收及预测.....	21
表 1 中国平安前十大股东明细（2022 年年报）.....	8
表 2 中国平安核心管理团队.....	8
表 3 平安寿险近年推出的新产品.....	12
表 4 寿险改革全面开展后中国平安高管变动情况.....	13
表 5 近两年多多部门推出的与寿险、健康险及养老险相关的政策文件.....	14
表 6 中国平安的科技业务开拓历程.....	19
表 7 中国平安营业收入主要项目预测.....	22
表 8 中国平安盈利、核心指标预测.....	22
表 9 可比公司估值.....	23

1. 综合金融+医疗健康的一站式金融生活服务集团

1.1. 致力成为国际领先的综合金融集团

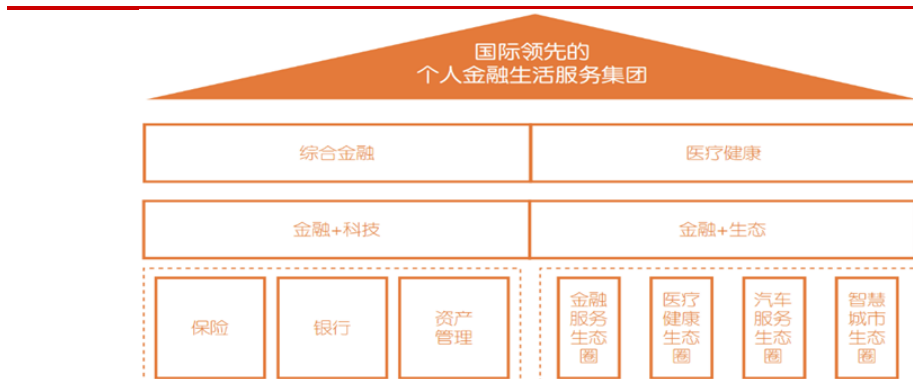
从保险发展到一站式综合金融服务。中国平安 1988 年成立，成立之初公司主营深圳市范围内的财产保险业务，是当时中国第一家股份制保险企业。经营稳定后逐步扩大经营区域，增加业务范围，1991 年成立证券业务部，1994 年引进摩根斯坦利、高盛两家外资股东，正式布局寿险业务，随后通过成立、并购等方式先后开拓证券、信托、期货、银行等传统金融业务，成为国内金融牌照齐全的金融集团之一。除传统金融以外，中国平安还在多年发展中陆续覆盖房地产、金融科技、医疗、汽车、智慧城市等领域，为客户在综合金融及医疗健康等领域提供一站式服务。

图 1 中国平安发展历程



资料来源：每日金融，华西证券研究所

图 2 中国平安致力于成为国际领先的个人金融生活服务集团



资料来源：中国平安 2022 年年报，华西证券研究所

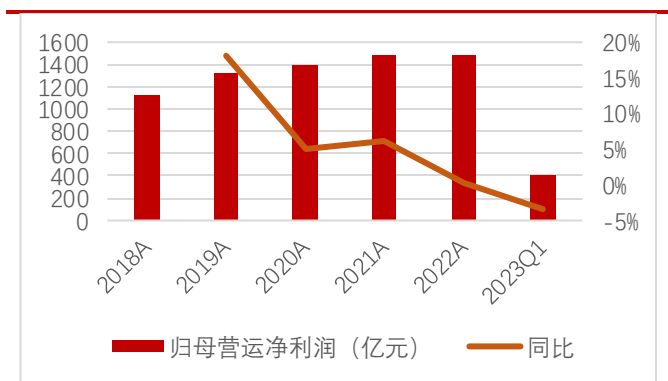
1.2. 2023 一季度营业利润表现超预期

2022 年营运利润稳定增长，净利润有所承压。营运利润以财务报表中的净利润为基准，剔除短期投资波动、折现率变动影响、管理层认为不属于日常营运收支而剔除的一次性重大项目及其他。与净利润相比，营运利润更能反应长期业务的表现，并排除波动性影响。2022 年外部形势充满挑战，中国平安的整体经营受国内疫情的短

期冲击及资本市场投资收益波动影响，平安集团归属于母公司股东的营运利润为1483.65亿元，同比增长0.3%；营运ROE达17.9%，同比下降1pct；归母净利润837.74亿元，同比下降17.6%；ROE达10.1%，同比下降2.9pct；内含价值1423.76亿元。其中，寿险业务EV8747.86亿元，同比下降0.2%，NBV288.2亿元，同比下降24%；产险综合成本率100.3%，同比增加2.3pct。

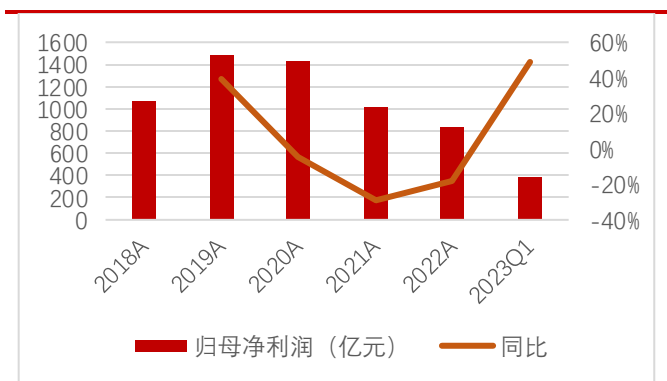
2023年一季度净利润增速超预期。中国平安披露2023年一季度报，实现归母营运净利润413.85亿元，同比下滑3.4%；实现归母净利润383.52亿元，同比大幅增长48.9%（已追溯同期口径），增速超市场预期，净利润与营运利润差异系短期投资波动。分业务看，公司寿险业务2023Q1实现NBV137.02亿元，同比增长21.1%（2022Q1按同期口径调整），超出市场预期；财险业务整体综合成本率为98.7%，同比提升2pct。

图3 中国平安归母营运净利润及增速



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

图4 中国平安归母净利润及增速

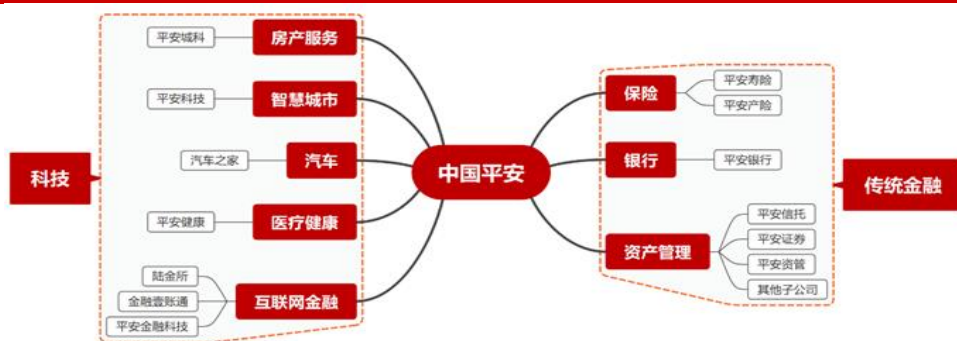


资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

1.3. 多业务协同发展

中国平安实现了传统金融和科技业务的整合。平安集团旗下子公司可以分为两大业务线：传统金融业务和科技业务。公司的传统金融业务包括保险业务（寿险和产险），银行业务，以及包含信托、证券、资管、基金、租赁、普惠等在内的资管业务。科技业务作为平安对个人生活服务的拓展，经过多年持续强化，现已形成“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈，通过多渠道分销网络，借助旗下的众多子公司，基本实现对个人金融生活场景的全覆盖。

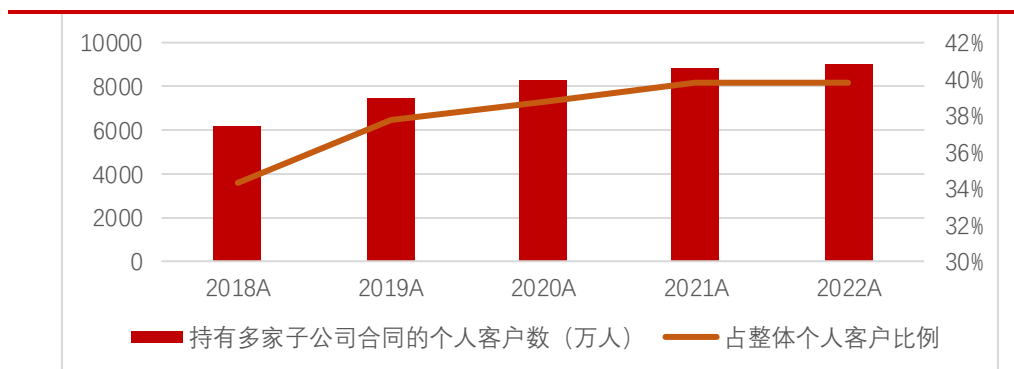
图5 中国平安的整体业务架构



资料来源：中国平安官网，中国平安公告，华西证券研究所

多业务协同发展的综合金融闭环生态。中国平安坚持以客户为中心，持续发展综合金融闭环生态，以金融主账户为切入点，结合金融科技的优势，通过客户的数据匹配相应的平安产品和服务场景，实现客户在金融闭环生态中的高效转化。例如“平安口袋银行”APP，其中聚合了上至买房买车、下至储蓄信用卡的各类个人生活服务，实现多业务的协同发展。寿险、产险、银行渠道的个人客户均可通过交叉销售或一站式的APP转化为其他业务的客户，在闭环生态的推动下，平安集团的个人业务交叉渗透率不断提高，截至2022年末，持有多家子公司合同的个人客户数近9020万人，占总客户的39.8%。

图6 持有多家子公司合同的个人客户数



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

1.4. 依托本土优势兼具国际标准的管理架构

股权结构分散。目前平安集团已形成较为分散的股权结构，截至2022年末，公司最大的单一公司股东“深圳市投资控股有限公司”仅拥有5.27%的股份，第二、三大单一公司股东持有合计5.57%的公司股份，即前三大单一公司股东合计持有公司仅11.84%的股权。作为庞大的综合金融集团，公司不存在控股股东和实际控制人，我们认为管理团队在公司治理上有更大的决策空间和独立性，有利于公司在市场波动期灵活调整、顺应市场发展趋势进行变革。

参考国际经验实行联席CEO制，集团内部分工清晰。自中国平安成立以来，马明哲先生始终担任公司核心领导地位，历任集团总经理、董事、董事长兼首席执行官，2020年6月起主要负责公司的战略、人才、文化及重大事项决策。参考国际大型集团公司管理模式，中国平安实行联席CEO制度，设置3位联席CEO，三位联席CEO职位相同，但分管业务不同、责任更加明确，其中谢永林先生主要管理以平安银行为核心的团体业务，陈心颖女士主要管理以平安科技为主的金融科技业务。联席CEO的管理模式，我们认为在组织形式上形成了集体领导决策的机制，有利于进一步完善公司的治理结构和决策制度化流程，更符合平安综合金融风险管控的需要，有利于公司长期可持续稳健发展。

员工持股和长期服务计划增强团队凝聚力。中国平安自2015年开始实施核心人员持股计划，截止目前实施9期，共持有公司A股股份97,686,682股，占公司总股本的比例为0.53%；自2019年开始实施长期服务计划，截止目前实施5期，共持有公司A股股份351,345,852股，占总股本的1.92%。借助这两项计划，我们认为中国平安的治理架构进一步完善，作为长期激励增强了团队凝聚力，也作为让公司与员工共享利益、共担风险的保障机制，促进长期业绩增长和稳定发展。

表 1 中国平安前十大股东明细 (2022 年年报)

股东名称	股东性质	持股比例 (%)	持股总数 (亿股)
香港中央结算(代理人)有限公司	其他	36.85	67.37
深圳市投资控股有限公司	投资公司	5.27	9.63
香港中央结算有限公司	其他	3.87	7.08
中国证券金融股份有限公司	其他	2.99	5.47
商发控股有限公司	其他	2.58	4.72
中央汇金资产管理有限责任公司	其他	2.57	4.70
深业集团有限公司	其他	1.41	2.58
中国平安保险(集团)股份有限公司长期服务计划	其他	1.39	25.45
Plenty Ace Investments (SPV) Limited	其他	1.20	2.19
大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计划	基金资产管理计划	1.10	2.02

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 2 中国平安核心管理团队

姓名	职务	年龄	任职经历
马明哲	董事长	67	自 1988 年 3 月起出任董事。自成立本公司以来,马先生主持本公司全面经营管理工作至 2020 年 6 月不再担任首席执行官,现主要负责本公司的战略、人才、文化及重大事项决策,发挥核心领导作用。历任本公司总经理、董事、董事长兼首席执行官。在成立本公司之前,马先生曾任招商局蛇口工业区社会保险公司副经理。
谢永林	董事、 联席 CEO	55	于 1994 年加入本公司自 2020 年 4 月起出任董事。谢先生为平安银行董事长。谢先生于 2005 年 6 月至 2006 年 3 月任本公司发展改革中心副主任,于 2006 年 3 月至 2013 年 11 月先后担任平安银行运营总监、人力资源总监、副行长,于 2013 年 11 月至 2016 年 11 月先后担任平安证券董事长特别助理、总经理兼首席执行官、董事长,于 2016 年 9 月至 2019 年 12 月担任本公司副总经理。此前,谢先生先后出任平安产险支公司副总经理,平安寿险分公司副总经理、总经理,平安寿险市场营销部总经理等职务。
陈心颖	董事、 联席 CEO	46	于 2013 年加入本公司自 2020 年 4 月起出任董事。陈女士为平安寿险、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。陈女士为平安健康、金融壹账通的非执行董事。陈女士于 2013 年 1 月至 2019 年 11 月出任本公司首席信息执行官,于 2013 年 12 月至 2021 年 2 月出任本公司首席运营官,于 2015 年 6 月至 2015 年 12 月出任本公司副总经理,于 2017 年 10 月至 2018 年 11 月出任本公司副首席执行官。在加入本公司前,陈女士曾任麦肯锡全球董事(合伙人)。

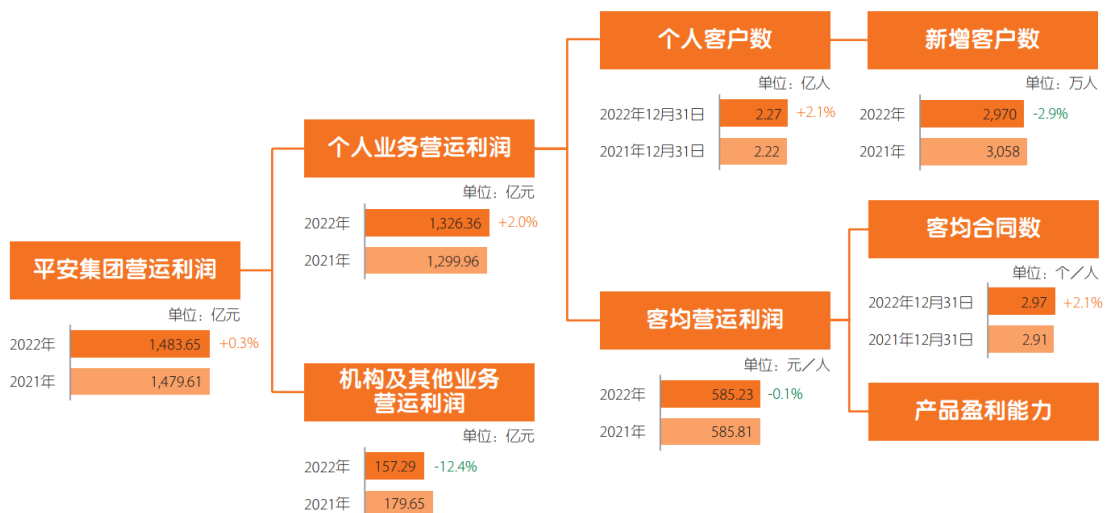
资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.5. 客群经营成效显著

客户经营体系稳健。作为以保险为主营业务的综合金融集团，中国平安具备保险业的基本经营逻辑：发展客户-保费收入-投资收益，客户是公司获取利润的基础和持续经营的根本。平安坚持以客户为中心，稳健增长的个人业务和持续发展的团体业务共同驱动集团利润保持增长。**个人客户方面**，公司的个人业务营运利润为公司利润的主要贡献。中国平安的个人客户持续稳定增长，2022年个人客户数近2.27亿人，同比增长2.1%；客均合同数2.97个，同比增长2.1%；个人业务营运利润为1326.36亿元，占集团归母营运利润的89.4%。平安通过对互联网用户的高质量运营，反哺金融客户价值经营，客户的线上化服务覆盖及黏性得以持续增持。截至2022年末，同时是互联网客户的个人客户数超2.08亿，同是年活跃用户量近1.71亿，其客均合同数较集团平均水平高15.9%。

团体客户方面，公司的团体业务价值贡献逐步提升。平安团体业务聚焦客户的分层经营，通过投行驱动下的大中型企业服务、科技驱动下的小微企业及供应链服务、交易和销售驱动下的金融机构服务等三大经营模式为客户提供差异化的金融解决方案，同时持续运用科技能力提升客户体验、降低服务成本，服务实体经济、践行普惠金融。截至2022年末，团体客户经营成效良好，团体综合金融保费规模187.37亿元，其中对公渠道保费规模68.19亿元，同比增长15.2%。

图7 集团营运利润增长核心驱动因素（按客户群体划分）



资料来源：中国平安2023年年报，华西证券研究所 注：2022年，公司对个人客户及客均合同口径进行优化，将不可经营客户从个人客户数中予以剔除，将代销类合同纳入客均合同统计，并对2021年可比期间数据进行重列。

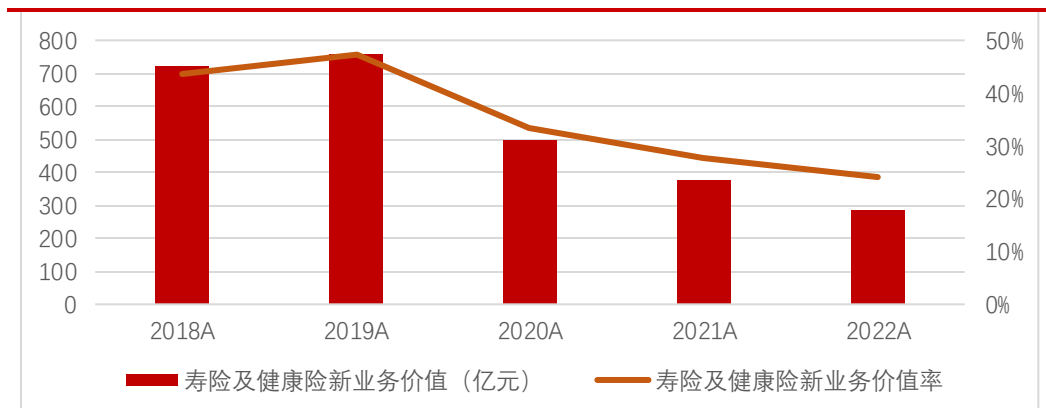
2. 寿险及健康险的“四渠道+三产品改革”持续推进

2.1. 平安寿险面临多重困境，传统模式难以为继

近三年受疫情影响寿险新业务价值下滑。寿险的销售属性使其受疫情下的宏观形势影响较大，一方面整体上客户的收入受疫情冲击下降，且未来不确定性增强，居民消费意愿相应减弱；另一方面线下的展业活动难以开展。短期看，虽然我国疫情防控政策全面调整，但疫情带来经济下行、民众谨慎消费、市场拓展困难等影响还在持续。业绩层面，新业务价值和业务价值率是衡量寿险经营情况的重要指标：新业务价值为寿险产品未来利润的现值折算（平安寿险采用11%的贴现率），其从2019年起

开始下滑，2022 年末新业务价值为 288.2 亿元；新业务价值率为新业务价值与原保
险保费收入的比例，同样从 2019 年起开始下滑，2022 年新业务价值率为 24.1%。

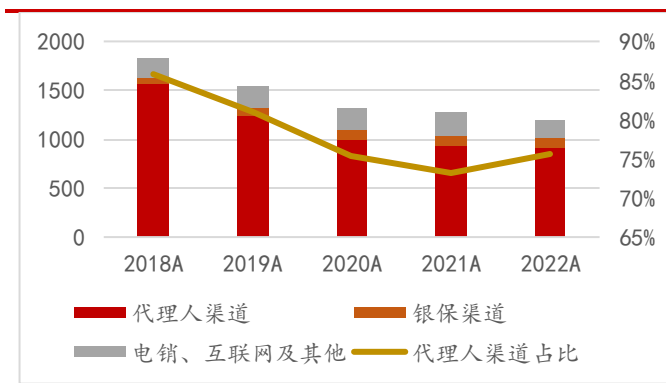
图 8 中国平安寿险及健康险的新业务价值和业务价值率



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

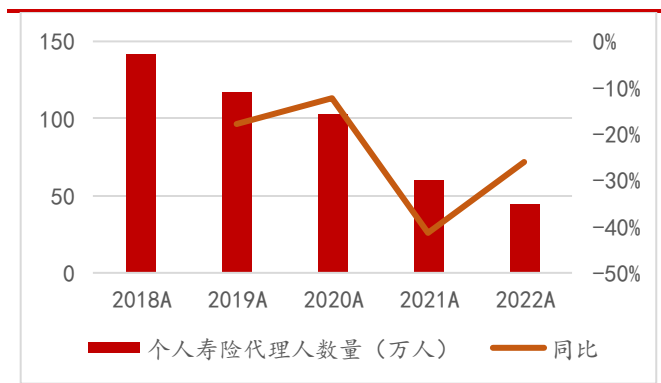
人口红利衰退，粗放式代理人海战术难以为继。根据今日保，寿险业早期人海战术驱动业务高速增长，特别是 2015 年代理人资格考试取消，保险代理人几乎接近千万大关，人力激增驱动保费高速发展模式达到高潮。但随着 2022 年末我国人口近 60 年来首次出现负增长、人口红利衰减，近些年寿险代理人规模迅速下降，传统的粗放式人力驱动发展模式将难以为继。平安寿险代理人数量持续减少，由 2018 年高点 141.7 万下降到 2022 年的 44.5 万，3 年时间人数减少近 7 成。

图 9 平安寿险个人新业务的渠道构成 (亿元)



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

图 10 平安寿险个人寿险代理人数量及增速



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

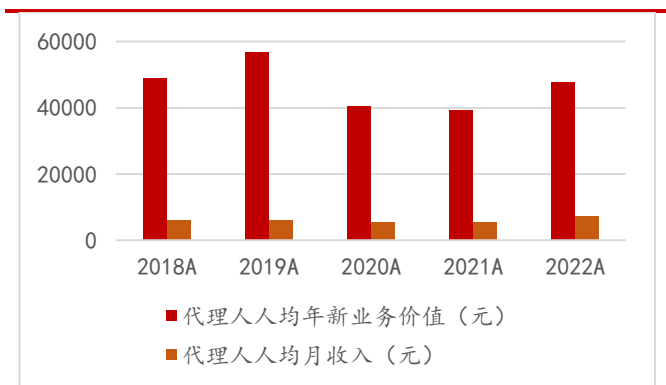
2.2. 平安寿险“四渠道+三产品”改革方兴未艾

平安寿险自 2018 年以来持续推动寿险改革。面对行业内外多重挑战，平安寿险从渠道升级、产品升级、经营升级三大方向推进项目落地，2021 年以来日臻完善“4 渠道+3 产品”改革战略框架。渠道升级方面以营业部为核心，驱动代理人团队的“稳定队伍-健康队伍-三高队伍”的三步走转型，加强与平安银行合作推动银保渠道高质量发展，同时积极探索社区网格化渠道与下沉市场渠道；产品升级方面以客户为中心，丰富寿险相关的“保险+”服务，包括“保险+健康管理”、“保险+居家养老”、“保险+高端养老”三大核心服务，构建差异化优势；经营升级方面以科技为助力，赋能营业部管理、传统代理人展业活动，用数字化系统推进各改革方向。

2.2.1. 渠道改革：代理人渠道质量优化，创新渠道队伍逐步成型

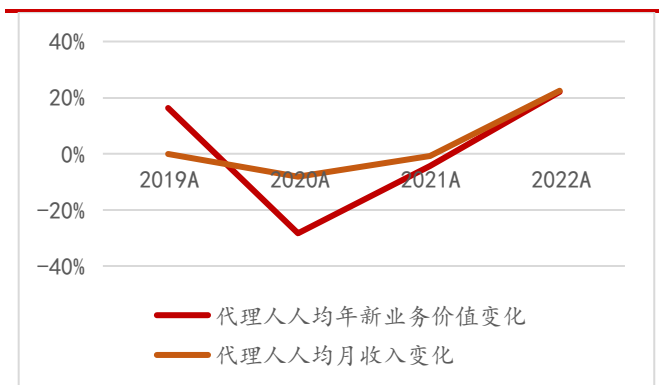
代理人渠道坚定高质量转型。2015年后保险行业取消了代理人考试，寿险代理人的门槛降低，加之代理人团队的高速粗放式发展，造成代理人内部的能力和学历良莠不齐，与平安寿险高质量的发展方向矛盾。平安寿险实施代理人队伍分层精细化经营，队伍结构实现优化。新人队伍方面，持续提升优质新人占比，2022年新增人力中“优+”占比同比提升14.1pct；钻石队伍方面，进一步深化绩优经营策略，提升钻石人群占比。在代理人数量下降和疫情的双重压力下，代理人团队产能在2020和2021年有所下滑，但2022年转型效果初步显现，同比显著提升26.2%；代理人收入与产能高度正相关，随着产能增加，代理人收入提升，收入提升进一步增大对优秀代理人员的吸引力，我们认为在高质量团队的建立初步成型后，有望实现收入和产能的双向激励，推动代理人团队的顺利转型。

图 11 平安寿险代理人产能和人均月收入



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

图 12 平安寿险代理人产能与收入变化的相关性



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

借助平安银行平台优势释放银保渠道价值潜力。中国平安的银保渠道聚焦“渠道+产品+科技”的经营体系，与平安银行的独家代理模式探索初见成效，依托平安集团综合金融平台优势，在培训、产品、服务等方面与平安银行开展深度合作，提升客户服务的综合化、专业化水平，同时协助平安银行打造一只“高质量、高产能、高收入”懂保险的财富管理队伍，致力于以客户的个性化、定制化需求为导向，为客户提供银保化体系产品，从单一寿险转为全方位的个人财富管理服务。截至2022年底该队伍已招募超1600人，超9成拥有本科学历。同时平安寿险也积极拓展与外部银行合作，并针对银行客群特点及需求，重点完善“产品+”体系，提供全方面一站式保险保障及增值服务，优化客户体验。2022年，银保渠道新业务价值同比增长15.9%，对寿险业务价值贡献度持续提升。

多元化渠道改革集合社区网格化渠道、下沉市场渠道，以及电销、互联网等创新渠道。平安寿险持续推广社区网格化经营模式，以“存续客户”继续率为第一要务，通过发展高素质网格化专员队伍，实现线上线下联动深耕经营的服务模式。截至2022年末，平安寿险社区网格化模式已在25个城市进行网格推广，组建近8000人高素质人才队伍，相关“存续客户”13个月保单继续率同比提升超14%。下沉渠道方面，2022年平安寿险深入下沉渠道销售模式，聚焦三四线城市和县域寿险市场，截至2022年末已在七个省份试点。2022年，平安寿险银保、电销、互联网及其他等创新渠道在平安寿险新业务中占比17.6%，同比提升2.5%。

2.2.2. 产品改革：构建“保险+服务”差异化竞争优势

依托集团医疗健康生态圈，构建“保险+服务”差异化优势。保险产品方面，2022年平安寿险重点聚焦财富管理、养老和保障三大市场，通过升级产品体系、优化产品结构，持续满足客户财富增值与传承、养老储备、健康保障等不同的保险需求。在保险财富类产品方面，为满足客户对终身保障和稳健理财的需求，平安寿险持续推出“颐享世家”、“御享金瑞”“盛世金越”等传统年金及寿险产品；在保障型产品方面，我国目前重疾险的人均保额普遍较低，对保障型产品需求仍有较大空间。平安寿险长期深耕重疾险市场，推出“御享福”、“盛世福”重疾险产品系列；此外加大了对终身寿险、长期医疗等其他保障型保险市场的拓展力度。服务方面，依托平安集团医疗健康生态圈，深化健康管理、居家养老、高端养老三大核心服务改革，平安寿险在产品上搭配提供包括但不限于门诊预约、陪同诊疗、控糖管理、居家养老、养老社区等服务。

表 3 平安寿险近年推出的新产品

产品名称	产品类型	产品特点
E生保·长期医疗	费率可调型长期医疗保险	保证续保 20 年的长期医保，聚焦“医疗保障+健康服务”。
E生 run	“保险+”增值服务	客户可享受线上健康管理活动，并通过金管家参加健康活动换取积分获得续期优惠。客户患病住院可享受全程医疗服务。
御享福	终身重疾险	目标高端客户的模块化设计产品，在重疾以外可选额外轻、中症保障。身故或重疾的保额随轻、中症理赔增加。
平安六福	返还型重疾险	目标中高端客户。采用两全险，附加重疾险。重疾险部分为分组赔付，将重疾分为 6 组，可在一定程度上提高多次赔付重疾的概率。
盛世福	重疾险	目标中高端客户。分为成人和少儿版本，对首次重疾确诊在可选人生关键期有额外 50%保额赔付。运动步数达标，先发轻、中症增加保额。
颐享世家	终身寿险	目标高端客户财富传承等需求。对 80 周岁前，意外发生 180 天内的意外身故额外赔偿 100%基本保额。
安悦定寿	定期寿险	目标年轻客户。不设置等待期，保障期和缴费期灵活可选，满足特定时期的 高保额需求。
平安臻享 run	健康服务	包含特色体检、控糖管理、在线问诊、门诊预约协助及陪诊和重疾专案管理五大服务，覆盖客户全生命周期。
平安高端康养 2.0	高端养老服务	聚焦养老客群常见痛点，提供“尊贵生活、尊享服务、尊严陪护”服务，满足高质量康养需求。

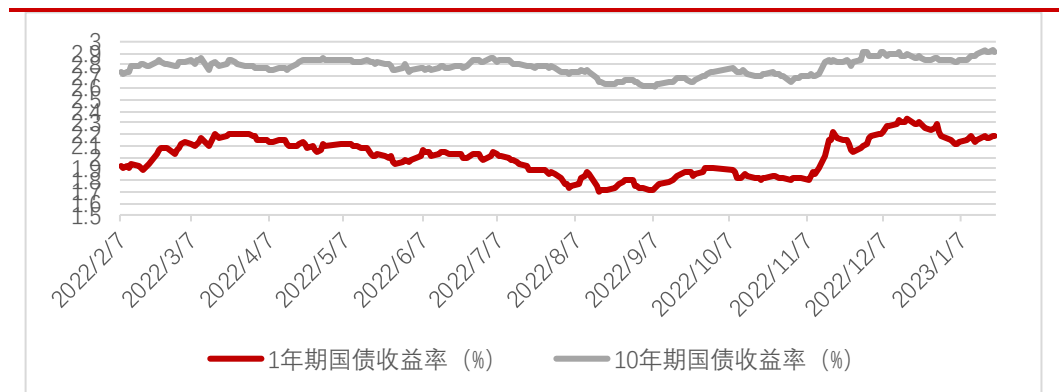
资料来源：平安人寿官网，华西证券研究所

2.3. 平安寿险的长期增长潜力充足

2.3.1. 疫情影响消退利好寿险发展

疫情管控全面放开，我们认为对寿险在需求和供给侧、资产和负债端有多重利好。需求侧来看，随着疫情管控放松，经济活动逐渐复苏，居民的消费欲望回升，对未来的不确定性担忧催生更多保障性需求，对稳健增值的需求伴随着增长的储蓄型需求。供给侧来看线下展业活动的恢复对代理人团队是利好，会吸引更多有能力的代理人扩充寿险队伍。资产端来看，疫情复苏带来经济基本面向好，利好长端利率缓解投资端压力，地产链条风险缓解，但权益市场的不确定性仍在，可能会对资产端产生负面冲击。负债端来看，结合需求和供给侧的双向利好，寿险销售有望继续增长。

图 13 近一年 1 年期与 10 年期国债收益率



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

2.3.2. 管理团队变动顺应改革变化

平安集团高管变动频繁适应集团发展。从平安寿险的改革开始，平安集团经历了较为频繁的高管变动。2019 年，李源祥辞去联席首席执行官、常务副总经理及首席保险业务执行官；2020 年，任汇川辞去副董事长；马明哲辞去首席执行官，继续任董事长，首席财务官姚波出任联席首席执行官；2023 年，高管同样经历诸多调整，据金融人事披露，集团副总兼首席人力官蔡方方拟任平安集团合规负责人，集团副首席人力资源执行官郭晓涛拟任首席人力官，姚波辞去公司联席首席执行官、常务副总经理等相关行政职务，转任非执行董事。目前中国平安高管团队平均年龄 50 岁出头，团队保持中国平安一贯对国际化团队的偏好，多位高管均有在跨国企业工作经验或海外学历。在平安寿险改革的拐点尚未明朗的当下，更年轻的精英管理团队有助于改革的持续开展。

表 4 寿险改革全面开展后中国平安高管变动情况

时间	变动事项
2019 年	李源祥辞去执行董事、联席首席执行官、常务副总经理及首席保险执行官；陆敏接替出任首席保险执行官。
2020 年	任汇川辞去执行董事、副董事长，陆敏出任执行董事；冀光恒加盟陆金所，担任联席董事长；马明哲辞去首席执行官，姚波出任联席首席执行官；平安董人寿董事长丁新民拟改任公司监事长；陆敏辞去平安人寿党委书记，由平安健康险董事长兼 CEO 杨崢接任。
2021 年	冀光恒出任公司副总经理；王新出任平安养老险总经理。
2022 年	中国太保首席投资官邓斌接替陈德贤出任公司首席投资官；黄勇接替万放出任平安资管董事长；杨崢出任平安人寿董事长；史良洵出任平安产险总经理；冀光恒不再兼任陆金所控股董事长兼执委会主任；联席 CEO 赵容爽任董事长兼 CEO；平安普惠总经理陈东任总经理；平安普惠首席财务官蔡国强接替郑锡贵任首席财务官；林允桢接替杨崢任首席风控官；金融壹账通执行董事兼 CEO 沈崇峰接替叶春旺出任董事长；张振勇出任平安产险总经理助理、总精算师；唐家才出任平安银行行长助理兼首席信息执行官；平安银行人力资源部总经理蔡霆出任集团副首席财务执行官；姚波不再兼任首席财务官，由平安产险总经理助理、董事会秘书张智淳接任。
2023 年	平安集团副总兼首席人力官蔡方方拟任平安集团合规负责人；平安集团副首席人力资源执行官郭晓涛拟任首席人力官；姚波辞去联席首席执行官、常务副总经理等相关行政职务，转任非执行董事

资料来源：中国平安公告，南方财经，金融人事，华西证券研究所

2.3.3. 平安寿险改革匹配政策指向

政策推动寿险多样化、高质量发展。2022年7月19日，银保监会发布《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》，其中提出对保险产品和保险销售人员进行分级管理制度，将保险销售人员按多种标准分级，并匹配负责相应分级的产品，与平安寿险的改革方向相匹配。针对健康险，根据银保监会发布的《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，“力争到2025年，商业健康险市场规模超2万亿元”。针对养老险，党的二十大报告明确指出：“发展多层次、多支柱养老保险体系”。多项政策促进产业的供给结构侧改革。

表 5 近两年多多部门推出的与寿险、健康险及养老险相关的政策文件

时间	发行部门	文件	内容
2020年1月	银保监会	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	力争到2025年，商业健康险市场规模超2万亿元。鼓励保险扩大健康险产品范围，发展多样化养老年金险、养老保险，支持保险投资健康、养老等社会服务领域。
2021年4月	银保监会	《关于2021年银行业保险业高质量服务乡村振兴的通知》	创新商业养老保险产品，满足不同人群的养老需求。鼓励发展针对县域居民的健康险业务，扩大覆盖范围。支持因地制宜发展意外险、定期寿险等业务。
2021年5月	银保监会	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	自2021年6月1日起，在浙江和重庆开展专属商业养老保险试点，试点期限暂1年。
2021年12月	国务院办公厅	《关于印发国家残疾预防行动计划（2021-2025年）的通知》	稳步推进长期护理保险制度试点，推动形成符合我国国情的长期护理保险制度。鼓励发展商业性长期护理保险产品，提供长期照护服务。
2021年12月	国务院	《关于印发“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划的通知》	稳步建立长期护理保险制度，促进和规范发展第三支柱养老保险，支持商业保险机构开发商业养老保险和适合老年人的健康保险。
2022年4月	国务院办公厅	《关于印发“十四五”国民健康规划的通知》	增加商业健康保险供给，鼓励保险机构开展管理式医疗试点，鼓励社会力量提供差异化、定制化的健康管理服务包。
2022年5月	国务院办公厅	《关于印发深化医疗卫生体制改革2022年重点工作任务的通知》	深化长期护理保险制度试点，支持商业保险机构开发与基本医疗保险相衔接的商业健康保险产品。
2022年10月	人民代表大会	《中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》	积极发展商业医疗保险，发展多层次、多支柱养老保险体系。

资料来源：银保监会，中央人民政府网，中华人民共和国国务院新闻办公室网，华西证券研究所

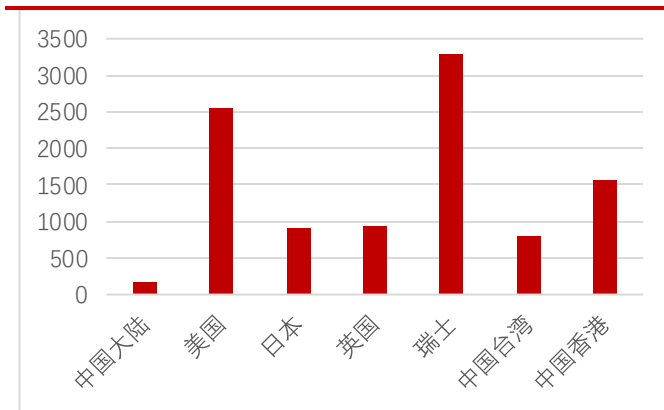
2.3.4. 寿险业务长期发展空间广阔

我国寿险密度和深度相比发达国家仍有提升空间。与发达国家相比，我国寿险市场仍处于发展初级阶段，保险深度和保险密度仍处于较低水平。根据前瞻产业研究院披露，我国大陆地区寿险的保险密度约为159美元，而日本、英国超过900美元，美国、瑞士、中国台湾、中国香港超过2000美元，可见我国人寿保险市场仍有较大的长期发展空间和潜力。

健康险原保险保费收入增长趋势稳定。尽管平安寿险业绩拐点尚未显现，但国内健康险发展形势保持良好。作为人身险的重要组成，近年来国内健康险的快速增长

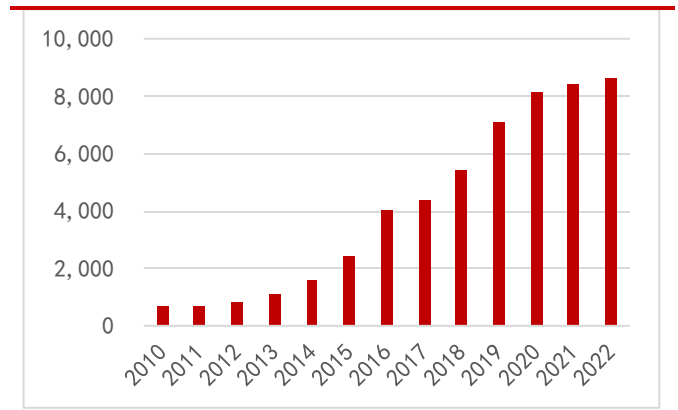
成为人身险的一大增长动力。2018年，我国健康险原保险保费收入为5448.13亿元，2022年达到8447.02亿元，年复合增速达12.26%。

图 14 全球主要国家及地区寿险密度对比（美元）



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

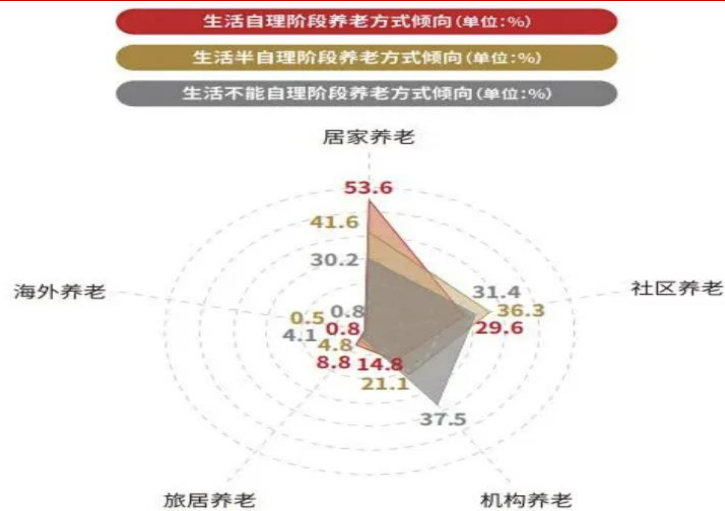
图 15 中国健康险原保险保费收入（亿元）



资料来源：银保监会，华西证券研究所

社会整体老龄化催生更多养老险需求。国内近年来呈现人口增长趋缓的趋势，2022年首次出现人口负增长，全年出生人口956万人，人口出生率为6.77%；死亡人口1041万人，人口死亡率为7.37%。人口自然增长率为-0.6%。伴随而来的是日渐显著的社会人口老龄化，根据国家统计局公布的第七次人口普查2020年数据，0-14岁人口为2.53亿，占17.95%；15-59岁人口为8.94亿，占63.35%；60岁以上人口为2.64亿，占18.7%，其中65岁以上老年人口为1.91亿，占13.5%。相比2010年，60岁以上人口上升5.44个百分点。由人口老龄化催生的更多养老需求有望为养老险市场带来较大的增长动力。

图 16 中国的养老在不同生活自理阶段的需求方式



资料来源：中国城市养老服务需求报告2022，华西证券研究所

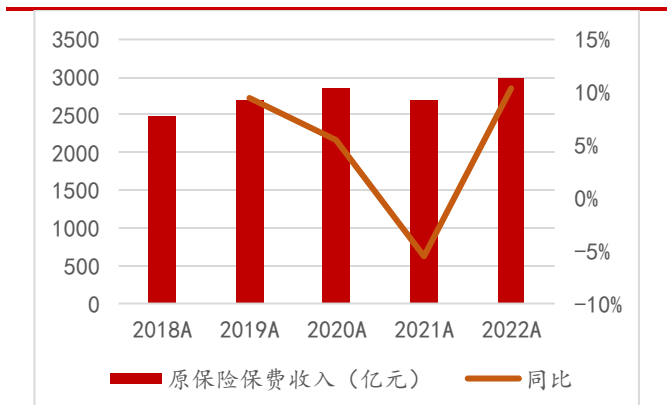
3. 平安产险和平安银行保持良好表现

3.1. 产险业务稳定增长，品质保持健康水平

平安产险业务范围广泛，业绩稳定增长。平安产险业务广泛，包括车险、企财险、工程险、货运险等一切法定财产保险业务及国际再保险业务。从 2022 年原保险保费收入来看，平安产险的前五大险种是车险、保证保险、责任保险、意外伤害保险和健康保险。平安产险业绩表现良好，保费规模稳健增长，2022 年，平安产险实现原保险保费收入 2980.38 亿元，同比增长 10.4%，以原保险保费收入衡量，平安产险是国内第二大财产保险公司，仅次于人保财险。

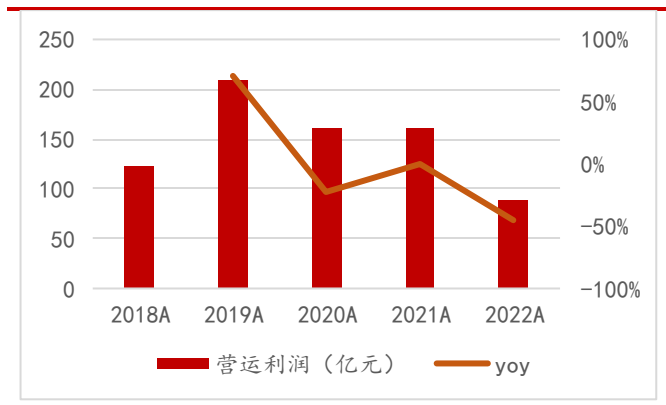
风险管理优秀，各大险种综合成本率可控。2022 年平安产险综合成本率 100.3%，较 2022 年同比提升 2.3pct。不同的险种受外部环境的影响程度不一，相应的风险控制措施也存在差异，对风险的有效管控是降低赔付率的有效方法，与保险整体的营运利润息息相关。总体上，平安产险通过优化主要险种的风险定价模型，持续完善风险定价数据库建设，提升精确定价能力，采取风险缓释举措以缓冲疫情的不确定性风险。个险上，受出行需求降低影响，车险出险频度有一定程度下降，车险业务综合成本率 95.8%，同比优化 3.1 个百分点；保证保险业务综合成本率 131.4%，同比上升 40.2 个百分点，主要是因为经济环境复杂，小微企业客户经营困难增加，对其还款能力产生负面影响；责任保险业务综合成本率 105.4%，主要受全国城乡人身损害赔偿标准统一的影响，整体业务风险处于可控范围，全年较上半年优化 0.1 个百分点；意外伤害险和健康险业务综合成本率分别为 94.5%/95.2%，均保持优良水平。

图 17 平安产险原保险保费收入及增速



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

图 18 平安产险营运利润



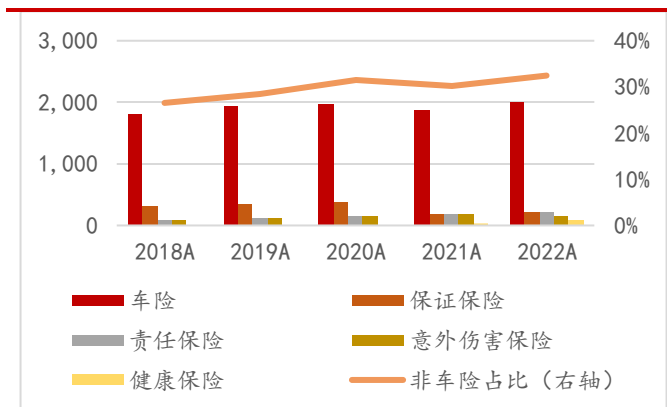
资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

车险业务承压明显，业绩仍然保持良好态势。作为平安产险的第一大险种，车险长期占平安产险整体原保险保费收入近七成。车险的业绩仍在增长阶段，但增速有所下滑，占比逐年下降。2020 和 2021 年车险承压明显，受到宏观经济压力和疫情影响下新车销售乏力，加之车险综合改革让利消费者导致件均保费有所下降的影响，车险业务原保费收入同比分别增长 0.9%/(-3.7%)。2022 年车险综改后恢复稳健有序经营，平安车险实现原保险保费收入 2,012.98 亿元，同比增长 6.6%。

非车险业务占比迅速提升。从 2018 年到 2022 年，平安产险中非车险业务原保费收入占比从 27% 持续提升至 32%。2022 年平安产险的前四大非车险业务按原保费收入规模从高到低分别为保证保险、责任保险、意外伤害保险和健康保险。健康保险的原保险保费收入增速最快（同比增速 79.2%），而意外伤害险收入下滑（同比增速 -18.7%），保证保险的保费收入在 2022 年超过责任保险，成为非车险业务里第一大的保费收入来源。短期内责任保险受全国城乡人身损害赔偿标准逐步统一的影响，亏损状况可能延续。过去，保证保险业务为平安产险创造了显著的承保利润，但近期受市场环境变化影响，保证保险综合成本率有所波动，其 2018 年-2021 年的综合成本率分别是 88.6%、93.6%、111.0%、91.2%。从中长期来看，基于中国经济强大的韧性

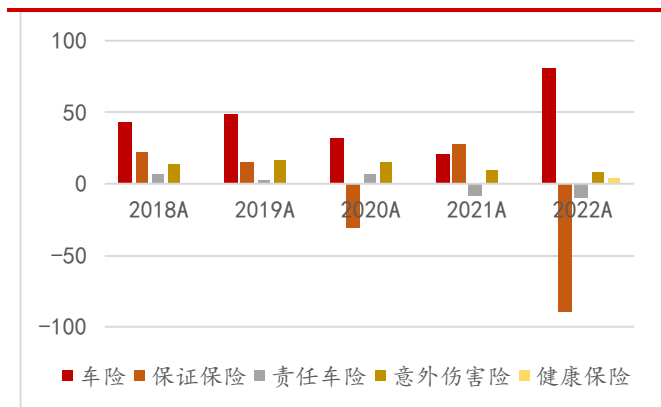
和发展动力，国家出台的相关支持性政策发挥效力，以及平安产险以品质优先的积极主动的风险管控举措，我们认为保证保险业务品质未来有望回归至正常水平。

图 19 2022 年平安产险前五大险种原保费收入(亿元)



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

图 20 2022 年平安产险前五大险种承保利润(亿元)

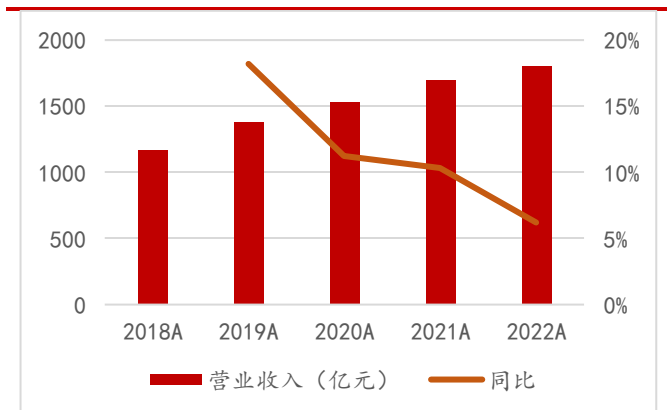


资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

3.2. 平安银行坚持“科技引领+零售突破+对公做精”

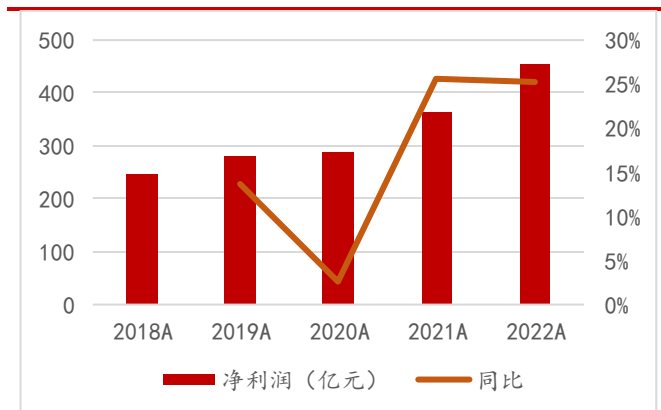
平安银行业绩稳定增长。平安银行是我国股份制银行龙头，是平安集团的第三大营业收入来源，第二大营运利润来源。平安银行自 1991 年上市后取得良好的业绩表现，并且不局限于传统银行业务，持续转型零售，坚持以“中国最卓越、全球领先的智能化零售银行”为战略目标，坚持“科技引领、零售突破、对公做精”策略方针，着力打造“数字银行、生态银行、平台银行”三张名片，2022 年持续升级零售、对公、资金同业业务经营策略。2022 年，平安银行实现营业收入 1798.95 亿元，同比增长 6.2%；净利润 455.16 亿元，同比增长 25.3%。

图 21 平安银行营业收入及增速



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

图 22 平安银行净利润及增速



资料来源：中国平安公告，华西证券研究所

零售业务转型持续突破。平安银行持续贯彻零售业务“3+2+1”经营策略，全力发力 3 大业务：基础零售、私行财富、消费金融；聚焦 2 大核心能力：风险控制、成本控制；构建 1 大生态驱动融合。平安银行充分发挥综合金融和科技赋能的优势，打造“开放银行、AI 银行、远程银行、线下银行、综合化银行”融合的新模式。基础零售业务持续强化全渠道获客及全场景经营，截至 2022 年末，“平安口袋银行”APP 注册用户数 15,288.32 万户，较年初增长 13.3%，其中，月活跃用户数(MAU)5,068.44 万户，较年初增长 5.1%。私行财富业务方面，平安银行持续升级产品、客群经营、

队伍等能力，全方位推进私行财富业务发展。截至 2022 年末，平安银行管理零售客户资产 (AUM) 35,872.74 亿元，较年初增长 12.7%，其中私行达标客户 AUM 余额 16,207.85 亿元，较年初增长 15.3%。同时重点打造一支懂保险的新财富队伍，为客户提供更加全面的综合金融资产配置服务。消费金融方面，强化零售信贷产品的数字化经营和综合化服务能力，业务及客群结构持续优化。截至 2022 年末，平安银行个人贷款余额 20,473.90 亿元，较年初增长 7.2%。

4. AI+金融应用场景丰富，医疗创造价值增长新引擎

4.1. 科技全面赋能集团生态圈建设

我们认为定制化对接保障需求和保险产品组合方案有望成为 AI 极佳应用场景。AI 算法、大数据、云计算让定制化保险产品组合方案成为了可能，且一旦这类服务的成本下降，定制化保险组合方案将服务每一个有保障需求的客户，成为普惠金融的一部分。针对客户个性化的身体状况、保障需求范围、附加医疗服务、保障期限、资产配置等因素，配备恰当的保险产品组合，这在代理人展业过程中，1) 需要长时间反复交流，沟通成本较高，2) 依赖代理人对所在险企产品的了解广度，且较难实现跨公司的产品组合，3) 部分第三方保险经纪公司具备保险产品方案定制化的能力，但仍难应对复杂度较高的保障需求（比如保障期限内不同阶段的保障范围变化，精细化的附加医疗服务需求的组合）。AI 算法叠加高质量的底层数据（保险产品精算假设、非标体的健康险、全市场保险产品的保障范围、条款及定价），可以在较短时间为客户生成定制化方案，一方面满足现有客户精细化、定制化保障，另一方面激发更大的潜在保障需求，并实现保险行业负债端的快速增长和代理人成本的下降。

AI 在保险方案定制化的应用，还可以向上下游延展：1) 健康险的医疗服务和药品报销，2) 寿险相关的养老服务（养老社区、失能人群护理等），3) 代际财富传承和大类资产配置。

AI 技术不仅将降低保险行业展业成本，科技还有望引领业务变革、带来更大业务空间。在保险行业中，中国平安积极推动金融科技在不同场景的应用，让科技赋能业务、助力降本增效。

中国平安坚持全方面发展科技。中国平安于 2012 年陆金所成立起，以陆金所为起点同步开始布局科技业务，也将品牌标识定为“金融·科技”，之后陆续拓展成立平安好医生、平安医保科技、金融壹账通、平安城科等科技公司，收购汽车之家，将科技技术广泛应用于金融、医疗及智慧城市等领域，全面建设“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈，让科技赋能业务、助力降本增效。一方面科技提升金融主业的竞争力，另一方面科技不断创新孵化其他业务。截止 2022 年末，中国平安拥有超 3 万名科技开发人员、近 3900 名科学家的科技人才队伍，与国内顶尖高校和研究机构开展深度合作实现科技突破。同期科技专利申请数达到 46077 项，其中发明专利占比近 95%，PCT 及境外专利申请数累计达 9335 项，在主要攻坚的人工智能、金融科技、数字医疗业务领域的专利申请数排名均为全球第一。

表 6 中国平安的科技业务开拓历程

时间	事件
2000 年	提出利用互联网提供优质服务与销售，建立 pa18.com，业务分为：网上证券、网上保险、网上投资、个人理财服务。
2012 年	成立“陆金所”，利用互联网技术的网络投融资平台，成为国内最大的线上财富管理机构。
2013 年	与阿里巴巴、腾讯联合发起首家拥有互联网保险牌照的“众安财产保险”。
2014 年	成立“平安好医生”，成为国内最大的移动医疗健康咨询服务平台。
2015 年	成立“金融壹账通”，成为国内最大的金融云服务平台之一。
2016 年	成立“平安医保科技”，以智慧医保系统为核心，致力于成为国内领先的全方位赋能医疗生态圈的智慧科技公司。
2016 年	成为“汽车之家”最大股东，与平安产险的“平安好车主”APP 共同搭建汽车生态圈。
2018 年	成立“平安城科”，横跨房产服务和智慧城市两大生态圈，专注智慧建造、城市规划的数字化与智能化。

资料来源：中国平安官网，众安保险官网，新财富杂志，财经网，华西证券研究所

科技赋能金融主业，服务主业转型升级需求。中国平安主要利用科技实现促进销售、降本增效、风险控制，将各业务流程尽可能线上化、智能化、便利化，实现金融主业全流程的有效赋能。**(1) 数字化营销。**平安寿险“智能拜访助手”推动线上线下销售渠道相结合，线上支持远程拜访会客和 VR 互动式讲解，线下支持音视频和动态画图讲解，提升展业效率、降低展业难度。截止 2022 年末，平安寿险的线上平台“金管家”APP 注册用户数近 2.76 亿，为客户提供个性化权益服务累计超 5160 万人次，使用客户超 1613 万。**(2) 数字化提效。**中国平安通过 AI 技术赋能人工坐席，提供贷款、信用卡、保险等服务，2022 年 AI 坐席服务量约 26 亿次，覆盖 82% 的客服总量，驱动产品销售规模约 3444 亿元，占整体坐席产品销售的 48.5%。平安产险单证 OCR 识别广泛应用在承保出单、理赔收单、理赔定责定损等环节，2022 年节省人工审核 264 万小时。**(3) 数字化风控。**平安寿险通过智能视觉、语音识别等技术，实现双录全流程的智能合规监测，2022 年累计完成超 140 万件案件的智能质检。2022 年，平安产险依托鹰眼系统 DRS2.0、平安企业宝等技术平台，累计为客户提供千人千面精准预警超 441 万次，为超 3.8 万家企业客户和重点工程提供防灾防损服务。

依托汽车之家、平安好车主两大平台，科技赋能汽车服务生态圈。中国平安通过汽车之家、平安产险、平安银行、平安融资租赁等公司互联互通，打造了“看车、买车、用车、换车”的全流程汽车服务生态圈。中国平安旗下“汽车之家”APP 和平安产险的“平安好车主”APP 两大线上平台积累了大量的互联网用户，根据 MoonFox 报告，“汽车之家”2020-2022 年年均 MAU 连续 3 年位列汽车资讯 APP 第一，且保持持续增长，2022 年年均 MAU 达 4688.4 万，每月平均新增用户 900.4 万人。截止 2022 年末，平安好车主注册用户数突破 1.74 亿，累计绑车车辆突破 1 亿，12 月当月活跃用户数突破 3,700 万。

图 23 汽车资讯 APP 年均 MAU 变化 (万)



资料来源: MoonFox 《2022 年汽车资讯行业洞察报告》, 华西证券研究所

图 24 汽车资讯 APP 每月平均新增用户数 (万)



资料来源: MoonFox 《2022 年汽车资讯行业洞察报告》, 华西证券研究所

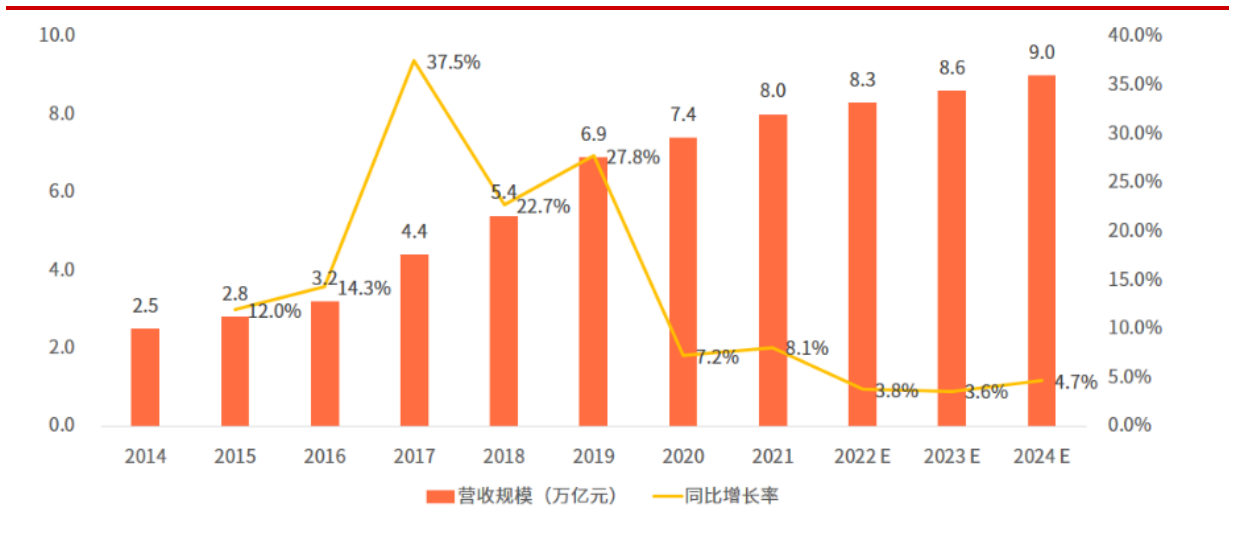
4.2. 医疗健康生态圈成效逐步体现

中国平安全面推动“医疗健康生态”建设。通过平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险和平安健康（平安好医生），中国平安推出管理式医疗服务，将差异化的医疗健康服务与支付方的金融业务无缝结合，整合线上和线下服务资源，为客户提供一站式医疗健康服务。结合集团优势，平安探索“HMO+家庭医生+O2O 服务”的医疗服务模式：HMO 即将健康保险和医疗健康服务相结合，打通供给、需求、支付闭环；家庭医生即为客户提供家庭医生的从咨询到诊疗的全医疗健康管理服务；O2O 服务即将外部医疗服务供应商与平安的健康生态圈对接，覆盖健康、疾病、慢性病、养老四大场景。

着力打造中国的“联合健康”。美国的联合健康是“保险+医疗健康”生态的标杆企业，2022 年实现营收 3241.62 亿美元，同比增长 12.7%，保费收入 2572 亿美元，联合健康服务占比超 7 成。在保险业整体发展趋缓的当下，保险+健康服务的模式比单一保险业务具有更高的成长性。打造健康生态圈需要支付方和服务方的共同支撑，中国平安在支付方上，截止 2022 年末集团医疗近 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；覆盖企业客户超 5.5 万家，服务企业员工超 2500 万；在服务方上，中国平安自有和外部签约医生团队近 4.9 万人，实现国内百强医院和三甲医院合作全覆盖，合作健康管理机构超 10 万家。2022 年平安实现健康险保费收入近 1400 亿元，相比 2021 年略有下降。作为管理式医疗服务的重要组成部分，在规模和持续增长能力上，平安健康（平安好医生）与联合健康相比仍有较大的提升空间。

中国大健康市场规模巨大。社会人口结构老龄化和居民长期对健康的需求是中国健康产业底层逻辑和核心驱动力，加之后疫情时代引发更多对健康管理和健康保障的需求，中国的健康产业有较大的增长空间。根据艾媒网数据，2021 年我国大健康产业整体营收达 8 万亿元，且在过去 7 年内高速发展，市场规模年复合增长率高达 18%，预计 2024 年将达 9 万亿元；据艾媒网分析，中国与全球的大健康产业发展情况基本一致，同样由于社会结构变化而需求不断增长，具有可持续增长性。

图 25 2014-2024 年中国大健康产业整体营收及预测



资料来源：艾媒网，华西证券研究所

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测

寿险方面，结合 2022 年受疫情影响平安寿险收入略降，2023-2025 年疫情后整体经济有望复苏，寿险正进行改革，保费收入、新业务价值率、代理人产能有望逐步提升，保守假设 2023-2025 年寿险保费增速为-1%/1%/-1%。产险方面，车险 2022 年承保车辆数、保费收入、车均保费收入均实现增长，外部市场 2022 年乘用车销量同比增长超 9%，未来增长有望持续，保守假设财产险 2023-2025 年保费增速为 7%/7%/7%。银行方面，平安银行的零售业务转型持续，私行财富和对公业务有序发展，近年增速保持稳定，保守假设 2023-2025 年银行收入增速为 2%/2%/2%。

综上假设，考虑负债端受经济复苏和 AI 技术推动的积极影响，我们预计 2023-2025 年中国平安营业收入分别为 11,280.19/11,633.32/11,992.99 亿元，同比增速分别为 2%/3%/3%；对应归母净利润分别为 1,020.32/1,428.36/1,800.03 亿元，同比增速为 22%/40%/26%；每股净收益 EPS 为 5.58/7.81/9.85 元，对应 2023 年 4 月 28 日收盘价 51.8 元的市盈率 PE 分别为 9.28/6.63/5.26 倍。

表 7 中国平安营业收入主要项目预测

单位：亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入	11804.44	11105.68	11280.19	11633.32	11992.99
个人寿险	5447.90	5233.50	5221.61	5274.29	5262.31
团体寿险	224.91	196.64	173.85	154.26	136.38
财产保险	2705.53	2888.24	3083.29	3291.51	3513.79
银行业务	2465.01	1798.95	1834.93	1871.63	1909.06
证券业务	93.09	173.08	321.80	598.32	1112.44

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 8 中国平安盈利、核心指标预测

单位：亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入	11804.44	11105.68	11280.19	11633.32	11992.99
已赚保费	7399.33	7424.18	7635.41	7833.24	8022.18
营业支出	10407.59	10042.49	9923.12	9730.47	9591.90
退保金	529.31	541.02	551.84	562.88	574.13
赔付支出	2688.54	2821.22	2747.59	2802.54	2858.59
提取保险责任准备金	162.48	140.82	140.82	140.82	140.82
营业利润	1396.85	1063.19	1357.07	1902.85	2401.09
归母净利润	1016.18	837.74	1020.32	1428.36	1800.03
ROE (%)	12.51%	9.76%	10.88%	14.07%	16.26%
ROA (%)	1.03%	0.77%	0.91%	1.20%	1.36%
内含价值	13955	14238	15079	15733	16539
YOY (%)	5.07%	2.02%	5.91%	4.34%	5.12%

资料来源：Wind，华西证券研究所

5.2. 估值

参考同行业可比估值，基于公司负债端的产品分布和代理人能效在行业的竞争优势，叠加地产政策利好和资本市场改善预期，我们给予中国平安 2023 年 0.8 倍 PEV 估值，对应目标价 66 元，较 2023 年 4 月 28 日收盘价 51.8 元有 27% 的增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9 可比公司估值

证券代码	证券简称	股票价格 20230428	EPS			EVPS	P/EV
			2022A	2023E	2024E	2023E	2023E
601628.SH	中国人寿	39.00	1.14	1.63	1.96	47.65	0.82
601318.SH	中国平安	51.80	4.80	5.58	7.81	82.49	0.63
601601.SH	中国太保	31.21	2.56	3.10	3.55	2.97	10.51
601336.SH	新华保险	38.85	3.15	4.37	5.27	77.7	0.50

资料来源：Wind，华西证券研究所

*注：上述公司（除中国平安外）盈利预测均来自 Wind 一致预测

6. 风险提示

疫情后经济复苏不及预期风险，若经济复苏不理想，将可能导致居民资产配置意愿不及预期，从而导致公司寿险等产品的需求不及预期；

寿险转型不及预期风险，公司寿险业务正处于转型发展期，若转型不及预期，将会使寿险业务收入增长不及预期；

权益市场大幅波动风险，公司的投资收益受权益市场表现影响，若权益市场大幅波动将导致投资收益波动。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资产:						营业收入	11,804.4	11,105.7	11,280.2	11,633.3	11,993.0
货币资金	5350.7	6126.0	6695.6	10910.8	17544.6	产品	10,936.4	10,290.4	10,635.5	11,190.0	11,934.0
拆出资金	954.4	1339.2	1532.3	1767.7	1979.8	人寿保险	5,672.8	5,430.1	5,395.5	5,428.6	5,398.7
金融投资	48924.2	37266.4	53973.6	56496.9	59126.7	个人寿险	5,447.9	5,233.5	5,221.6	5,274.3	5,262.3
交易性金融资产	14266.8	-	14266.8	14266.8	14266.8	团体寿险	224.9	196.6	173.8	154.3	136.4
债权投资	27690.0	30045.0	31999.5	33761.1	35282.1	财产保险	2,705.5	2,888.2	3,083.3	3,291.5	3,513.8
其他债权投资	4285.3	4670.3	5230.0	6013.7	7095.2	银行业务	2,465.0	1,799.0	1,834.9	1,871.6	1,909.1
其他权益工具投资	2682.2	2551.0	2477.3	2455.3	2482.6	证券业务	93.1	173.1	321.8	598.3	1,112.4
衍生金融资产	309.6	292.8	304.4	308.9	311.3	已赚保费	7,399.3	7,424.2	7,635.4	7,833.2	8,022.2
买入返售金融资产	614.3	913.2	846.5	826.4	840.2	保费业务收入	7,608.4	7,696.3	7,850.3	8,007.3	8,167.4
应收保费	798.3	722.8	737.3	1439.7	735.1	减:分出保费	302.1	219.7	159.7	116.2	84.5
应收分保账款	162.8	122.8	136.2	151.8	169.6	提取未到期责任	-93.0	52.5	55.1	57.9	60.8
保户质押贷款	1783.0	1887.7	1998.5	2115.8	2240.0	准备金					
长期股权投资	2840.6	2807.9	2775.6	2743.7	2712.1	投资净收益	1,033.8	397.1	417.0	437.8	459.7
存出资本保证金	126.1	144.4	148.3	153.3	158.3	对联营企业和合营企	73.5	101.7	140.7	194.6	269.3
固定资产	458.2	499.4	498.5	496.7	494.3	公允价值变动净收益	-226.1	-329.4	-322.8	-316.4	-310.0
使用权资产	141.9	125.8	112.7	100.9	90.3	汇兑净收益	12.7	33.4	50.1	75.2	112.8
无形资产	296.4	334.6	334.8	338.8	343.5	其他收益	29.8	29.9	31.4	33.0	34.7
商誉	231.8	440.6	481.9	529.6	585.5	其他业务收入	670.6	633.1	645.8	658.7	671.8
独立账户资产	360.0	230.9	214.1	197.0	178.8	资产处置收益	0.1	3.1	3.3	3.4	3.6
递延所得税资产	653.6	928.5	1081.2	1262.6	1479.9	营业支出	10,407.6	10,042.5	9,923.1	9,730.5	9,591.9
投资性房地产	1016.9	1366.6	1768.1	2199.2	2625.5	退保	529.3	541.0	551.8	562.9	574.1
定期存款	2429.7	2703.4	2888.7	3115.9	3332.7	赔付支出	2,688.5	2,821.2	2,747.6	2,802.5	2,858.6
其他资产	1512.4	1776.3	1612.9	1669.9	1543.9	减:摊回赔付支出	162.5	140.8	140.8	140.8	140.8
资产差额(特殊报表科目)	32455.6	-	35376.6	38560.5	42030.9	提取保险责任准备金	2,668.2	2,623.0	2,552.9	2,484.7	2,418.3
资产总计	101420.3	111371.7	113517.7	125386.1	138523.1	减:摊回保险责任准	39.6	0.4	9.1	9.5	9.9
负债:						保户红利支出	194.1	196.0	233.0	239.3	246.8
短期借款	1161.0	1219.5	1161.4	1169.6	1181.8	分保费用	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
拆入资金	410.0	684.9	438.4	461.7	475.2	税金及附加	45.7	50.6	45.1	46.5	48.0
交易性金融负债	573.8	-	-	-	-	手续费及佣金支出	806.9	703.5	1,004.2	1,009.7	1,009.1
衍生金融负债	350.5	397.4	354.9	363.1	370.9	管理费用	1,726.0	1,647.0	1,581.1	1,517.9	1,457.2
卖出回购金融资产款	1274.8	2717.4	3679.3	4994.7	6762.1	减:摊回分保费用	59.1	61.5	64.0	66.6	69.4
预收保费	437.8	444.4	427.5	413.5	400.3	其他业务成本	960.5	596.4	370.4	230.0	142.8
应付手续费及佣金	97.0	93.2	89.7	86.2	83.1	其他资产减值损失	145.5	0.0	0.0	0.0	0.0
应付分保账款	230.3	164.3	173.1	175.4	177.8	信用减值损失	904.9	836.5	836.5	836.5	836.5
应付职工薪酬	457.6	477.2	497.7	519.1	541.4	营业利润	1,396.9	1,063.2	1,357.1	1,902.8	2,401.1
应交税费	259.2	258.7	260.4	256.2	258.3	加:营业外收入	5.8	3.6	2.5	2.5	2.5
应付赔付款	742.5	833.2	943.0	1066.7	1205.7	减:营业外支出	6.8	8.6	4.3	4.5	4.6
应付保单红利	672.8	714.5	772.6	832.0	892.6	利润总额	1,395.8	1,063.2	1,357.1	1,902.8	2,401.1
保户储金及投资款	8250.6	8755.3	9554.8	10407.2	11315.5	减:所得税	177.8	16.2	175.7	246.4	311.0
租赁负债	142.1	130.1	109.7	92.4	77.9	净利润	1,218.0	1,074.3	1,179.5	1,654.4	2,088.0
长期借款	1716.8	1515.4	1797.5	1826.7	1853.7	减:少数股东损益	201.8	236.6	159.2	226.1	287.9
应付债券	10975.2	9311.0	10040.9	10102.3	10025.7	归属于母公司所有者的					
独立账户负债	360.0	230.9	214.1	197.0	178.8	净利润	1,016.2	837.7	1,020.3	1,428.4	1,800.0
递延所得税负债	136.1	142.2	133.2	122.3	111.0	加:其他综合收益	-20.8	50.8	-17.9	-19.0	-20.8
其他负债	2888.0	3018.1	3249.2	3556.9	3950.0	综合收益总额	1,197.3	1,125.1	1,161.6	1,635.5	2,067.2
负债差额(特殊报表科目)	59507.1	-	-	-	-	减:归属于少数股东的	204.5	244.1	160.1	228.0	290.8
负债合计	90643.0	99618.7	100854.5	111788.9	123798.4	综合收益总额	992.8	881.0	1,001.5	1,407.5	1,776.3
所有者权益:						核心指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	182.8	182.8	182.8	182.8	182.8	新业务价值增速	-24%	-24%	6%	16%	8%
资本公积金	1304.1	1335.0	1329.0	1324.9	1323.1	内含价值增速	5%	2%	6%	4%	5%
其它综合收益	-91.7	-47.1	-9.5	-11.6	-14.7	每股收益	5.77	4.80	5.58	7.81	9.85
盈余公积金	121.6	121.6	121.6	121.6	121.6	每股净资产	44.44	48.93	51.32	55.52	60.21
未分配利润	5695.1	5953.3	6463.5	7106.3	7916.3	每股内含价值	76.34	77.89	82.49	86.07	90.47
一般风险准备	1011.1	1151.0	1293.4	1425.7	1537.9	PE	8.98	10.79	9.28	6.63	5.26
归属于母公司所有者	8124.1	8586.8	9380.8	10149.7	11067.1	PB	1.17	1.06	1.01	0.93	0.86
权益合计						PEV	0.68	0.67	0.63	0.60	0.57
少数股东权益	2653.2	3166.2	3282.4	3447.5	3657.7						
所有者权益合计	10777.2	11753.0	12663.2	13597.2	14724.7						
负债及股东权益总计	101420.3	111371.7	113517.7	125386.1	138523.1						

资料来源: 中国平安公告, Wind 数据库, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

魏涛：华西证券副总裁，证券研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。