

众安在线 (6060)

众安在线：金融科技驱动的互联网保险龙头

评级：**增持**

当前价格 (港元)：73.35

2018.01.16

	刘欣琦 (分析师)	齐瑞娟 (分析师)	高超 (分析师)
	021-38676647	010-59312859	010-59312763
	liuxinqi@gtjas.com	qiruijuan@gtjas.com	gaochao019722@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880517060001	S0880517040001

交易数据

52周内股价区间 (港元)	62.50-97.80
当前股本 (百万股)	1470
当前市值 (百万港元)	107824.5

本报告导读：

凭借独有的生态系统导向合作模式，众安在线将有望在保险产品的创设和保险科技的创新上保持行业领先地位，实现保费收入和保险科技服务收入双轮驱动式发展。

摘要：

- **首次覆盖，给予增持评级，目标价 79.96 港币/股。**作为国内首家纯线上互联网保险公司，拥有强大的明星股东阵容，行业领先的金融科技实力，预计未来三年仍将处于高速发展阶段。2017-2019 年预测扣非利润/亏损：-6.02 亿元、-0.23 亿元和 4.56 亿元，对应 2017-2019 年每股净资产分别为 11.74 元、11.72 元和 12.04 元，市净率分别为 5.64 倍、5.64 倍和 5.50 倍。通过可比估值法，给予目标价 79.96 港币每股，相对目前市场价溢价 9.01%，首次覆盖给予“增持”评级。
- **保费收入快速增长，产品结构逐渐改善。**众安在线的产品覆盖五大生态系统：①生活消费生态②消费金融生态③健康生态④汽车生态⑤航旅生态，产品体系日趋成熟，预计未来三年保费收入仍将维持 50% 以上增长。产品结构上，利润贡献能力更强的健康险、车险、意外险占比预计会持续提升，前期通过退货运费险等小件产品积累的客户优势有望导入利润贡献度更高的产品，为公司未来业绩增长打下基础。
- **保险科技业务蓬勃发展，内外兼修壮大可期。**众安科技作为上市公司全资附属科技公司，掌握五大核心科技（云计算、物联网、大数据、人工智能、区块链），为众安在线研发提供技术支持的同时，也对业务伙伴及其他金融保险机构进行技术输出，从 2017 年二季度开始产生收入，未来有望成为公司除保险业务之外的第二大收入贡献单元，实现保险+科技双轮驱动。
- **催化剂：**保费收入增长超预期；保险科技业务收入超预期。
- **风险提示：**保费收入增速不及市场预期；保险科技业务迟迟难以盈利；同重要的合作生态系统平台协作关系终止，或合作成本大幅提升。

财务摘要 (百万港元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	817.54	22509.34	43412.72	4363.68	8825.07	14480.67
(+/-)%		207%	36%	28%	102%	64%
毛利润	36.58	59.59	13.02	-835.20	-32.56	633.30
净利润	36.98	44.26	9.37	-601.7	-23.45	456.25
(+/-)%		20%	-79%	-6522%	-96%	-2045%
PE	2219.6	1854.5	8759.9	-	-	213.1
PB	80.43	11.90	11.97	5.64	5.64	5.50

目录

1. 风口上的保险科技第一股：金融遇到科技的化学反应	3
1.1. 众安在线：国内首家纯线上互联网保险公司	3
1.2. 股东阵容强大，业务拓展助力不愁	4
2. 源于 Fintech，保险科技是金融与科技的深度融合	5
2.1. 现状：Insurtech 仍在发展初期，行业增长潜力巨大	5
2.2. 技术：保险科技目前主要有五大核心技术	6
2.3. 趋势：生态系统导向创新领域潜力最大	9
2.4. 未来：行业即将进入数据拓展衍生运用阶段	11
2.5. 中国保险科技行业：众安在线作为行业龙头，具备先发优势	11
3. 保险+科技：双轮驱动下的金融科技龙头	14
3.1. 五大生态系统条线下，众安的保险产品体系日趋成熟	15
3.1.1. 生活消费生态	16
3.1.2. 消费金融生态	17
3.1.3. 健康生态	18
3.1.4. 汽车生态	19
3.1.5. 航旅生态	20
3.1.6. 众安在线特有的保险生态圈合作模式	21
3.1.6.1. 生态系统导向型保险科技服务合作模式	21
3.1.6.2. 场景外部化：互补共荣还是倒持太阿？	22
3.2. 众安科技：科技驱动下的新业务生态蓄势待发	23
3.3. 投资端目前以委外为主，自主管理发挥潜力巨大	24
4. 估值和投资建议：目标价 79.96 HKD，增持	26
5. 风险提示	28

1. 风口上的保险科技第一股: 金融遇到科技的化学反应

1.1. 众安在线: 国内首家纯线上互联网保险公司

众安在线财产保险股份有限公司(以下简称“众安保险”或“众安在线”)是国内首家互联网保险公司。由蚂蚁金服、腾讯、中国平安等知名企业发起成立。众安保险同时也是一家以技术创新带动金融发展的金融科技公司。众安保险总部设在中国上海,注册资本 12.41 亿人民币。

众安保险成立于 2013 年 11 月,从公司成立至 2017 年 6 月底,累计销售了 79 亿份保单,服务了逾 5 亿保单持有人及被保险人,保费收入实现大幅度增长。

表 1: 公司成立以来产品线不断丰富, 业务拓展迅速

日期	事件
2013 年 11 月	开始运营。
2014 年 3 月	中国保监会批准扩大保险业的许可业务范围, 包括添加“短期健康及意外保险”
4 月	自营技术平台“无界山”上线。
11 月	于双十一购物节一周内售出的保单总数达创纪录的约一亿份
2015 年 5 月	获得中国保监会批准将“机动车保险包括机动车交通事故责任强制保险及机动车商业保险”及“保险信息服务”纳入许可业务范围内。
6 月	完成首次公开发售前投资, 募得人民币 57.75 亿元。
9 月	众安在线财产保险股份有限公司获得中国保监会批准在黑龙江、山东、广西、重庆、山西及青岛等六个商业车险试验区采纳中国保险行业协会商业车险综合示范条款。
11 月	发布首个互联网至线下车险及保养品牌保e车险。
12 月	毕马威会计事务所与澳大利亚金融科技投资公司 H2 Ventures 联合发布“金融科技百强”, 众安在线财产保险股份有限公司摘得桂冠。
2016 年 4 月	发布保贝计划, 利先进的技术和风险管理能力, 将消费金融平台与金融机构合作伙伴(包括银行、证券经纪的资产管理部、信托、融资租赁公司、小额贷款公司及保理公司)连接起来。
5 月	众安信息技术服务有限公司获中国保监会批准注册成立。
8 月	发布一款中档医疗保险产品尊享e生。
10 月	在毕马威会计事务所与澳大利亚金融科技投资公司 H2 Ventures 联合发布“金融科技百强”榜单名列第五。
11 月	发布“众安科技”品牌, 旨在支持保险行业技术升级及促进和发展区块链、人工智能及其他新技术在保险行业的应用。

双十一购物节，一周内销售的保险产品总数达到创记录的约两亿单。

和复旦大学携手成立区块链与信息安全联合实验室。

12月

于2016第一财经金融峰会获颁“年度互联网保险奖”。
截止2016年12月31日，已累计服务逾4.92亿名保单持有人及被保险人，并累计推出245项中国保监会批准的保险产品条款。

资料来源：招股说明书、国泰君安证券研究

众安的产品包括：意外险（主要为航旅意外险和延误险、火车意外险）、保证保险、健康险、责任险、信用保险、货运险、家庭财产险（碎屏险和账户安全险）以及其他保险（主要为退货运费险）。2016年众安保险的总保费为34.08亿元，较2015年同期增长49.28%。

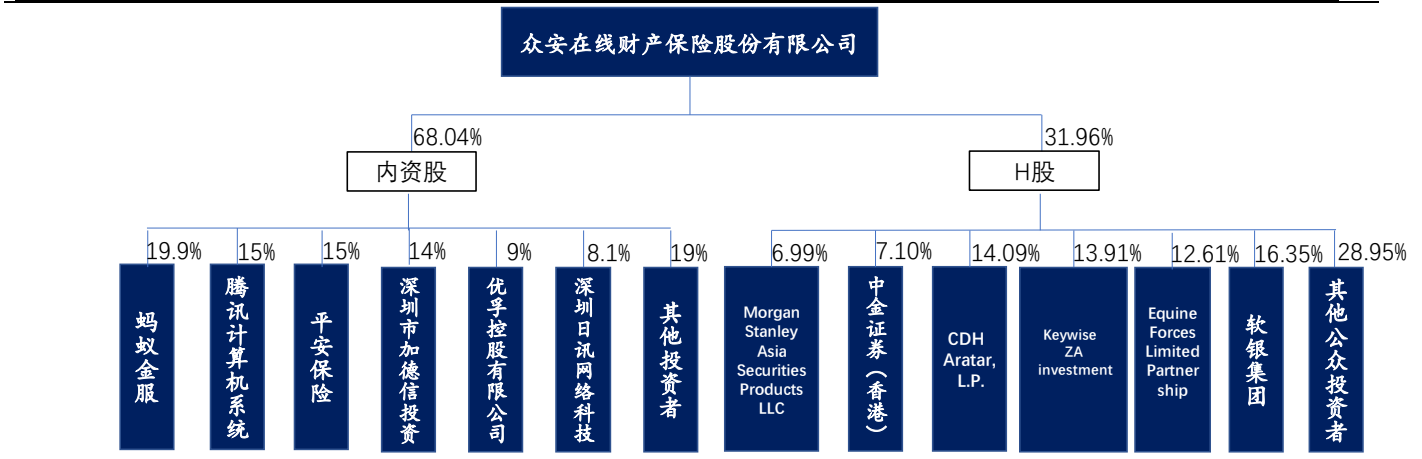
除了互联网保险业务之外，公司亦为生态系统中的伙伴提供技术解决方案，公司于2016年7月成立了全资附属公司众安科技，目前已经能够为市场提供三套技术服务：S系列的保险和金融应用程序，X系列的智能数据服务和T系列的区块链服务。众安科技于2017年2季度开始产生收益，截止2017年6月30日，已获得人民币290万元的收益。

1.2. 股东阵容强大，业务拓展助力不愁

截止2017年12月1日，众安在线总股本为14.7亿，其中经历2017年9月18日香港新股上市，发行香港流通股4.4亿股，并在2017年10月16日行使超额配股权，实际发行港股流通股4.7亿。其中有10亿股为内地非流通股，港股流通股占到公司整个股本的31.96%。

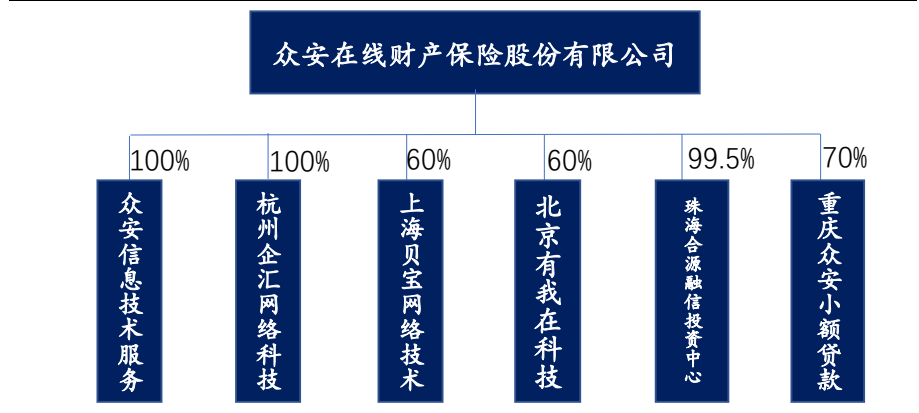
众安保险一大吸引市场眼球之处，在于其强大的股东阵容：成立初期，众安保险股东包括阿里巴巴（现转为蚂蚁金服）、腾讯、平安保险、携程（众安在线上市前退出）等互联网明星企业。优孚控股背后重要人物为上海佘山国际高尔夫俱乐部董事长、云峰基金创始人之一张幼才。截止2017年中报披露数据，蚂蚁金服、腾讯、平安保险三者仍占到众安在线总股本的34.66%。众安在线在港股上市之际，软银集团更是以发行价入股总股本5%，占到H股同类股份16.35%（2018年3月28日后可流通）。星光璀璨的股东阵容，彰显了资本市场对众安保险未来发展前景的看好。

图 1: 众安在线的股东星光璀璨，阵容强大



资料来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 2: 众安在线目前主要有六家子公司



资料来源: 招股说明书、公司公告、国泰君安证券研究

众多的明星股东, 不仅在众安保险中起到财务投资的作用, 更是提供了场景化产品开发的机会和业务深度融合的合作空间。产品开发上, 众安在线在阿里电商平台开发了退货险, 在携程平台上开发了延误险。业务合作上, 众安保险的众多股东为其提供了销售渠道 (例如在天猫、微店上开设保险专卖店), 而众安保险和股东之间, 也有深度的技术交流合作, 例如淘宝向众安保险提供网购客户行为分析数据和技术支持 (付费合作形式), 而后者以此为依据, 进行千人千面的大数据退运险定价。

2. 源于 Fintech, 保险科技是金融与科技的深度融合

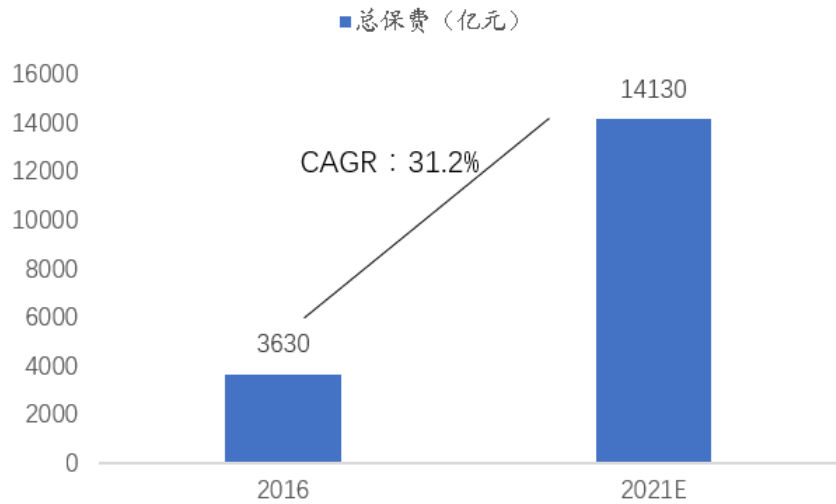
2.1. 现状: Insurtech 仍在发展初期, 行业增长潜力巨大

当金融科技 (Fintech) 已经席卷整个金融行业, 逐渐体现在金融服务的各个角落时, 保险科技对传统保险行业的改变还在初期, 甚至在很多应用领域仍然面临着待解决的技术和商业应用难题。比如说在商业银行业务, 大多数银行业务已经可以在 APP 上通过自助服务实现, 用户已经不需要再像以前一样在营业网点领号排队。但是在保险行业, 价格相对较高、条款比较复杂、相对难以标准化的健康险、寿险等产品, 仍然很大程度上依赖保险销售人员的沟通和服务才能打消客户的顾虑。

从保费规模看, 行业处在快速增长的发展初期。根据 Oliver Wyman 报

告，按总保费计，2016 年中国保险科技市场规模为人民币 3,630 亿元，并预期于 2021 年将达到 14,130 亿元，复合年增长率为 31.2%。可见，该行业仍处在快速发展的过程中。

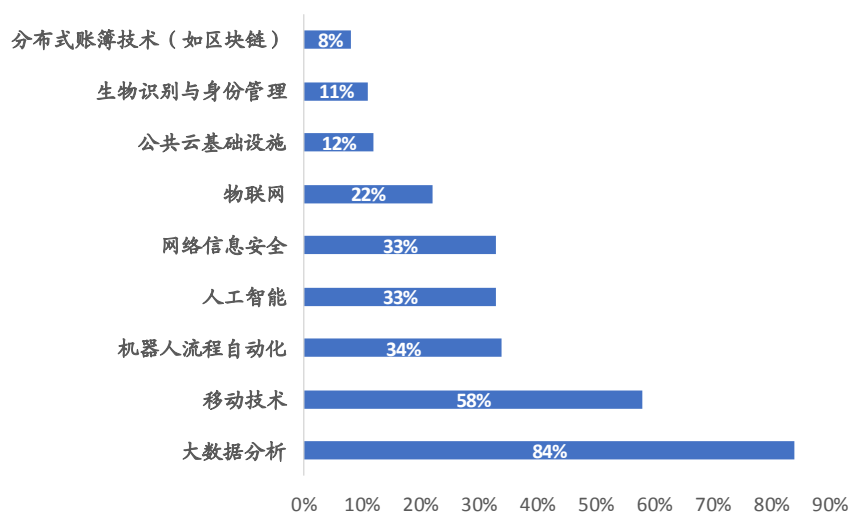
图 3: 中国保险科技市场预计到 2021 年仍能维持年化 31.2% 增速



资料来源: Oliver Wyman、国泰君安证券研究

主流保险公司均在加大对保险科技行业的投入。根据普华永道基于 40 个国家和地区的 189 名保险业高管调查得到的《2017 年全球保险科技调查——保险科技 (insurtech) 调查报告》，保险科技已经成为众多保险公司当下以及未来投资的领域，其中大数据分析技术是最热门的技术，有高达 84% 的保险公司可能在未来 12 个月内对其进行投资，也有 58% 的保险公司可能对移动技术进行投资。

图 4: 保险公司对保险科技各个领域均表现出了投资兴趣



资料来源: 普华永道 2017 年全球金融科技调查、国泰君安证券研究

2.2. 技术: 保险科技目前主要有五大核心技术

保险科技是不同保险行业的生态主体 (既包括传统保险公司也包括科技

相关初创企业等), 通过运用科学技术 (主要包括云计算、物联网、大数据、人工智能、区块链五大技术), 将保险和科技相融合, 使得科技渗透于保险各个领域。

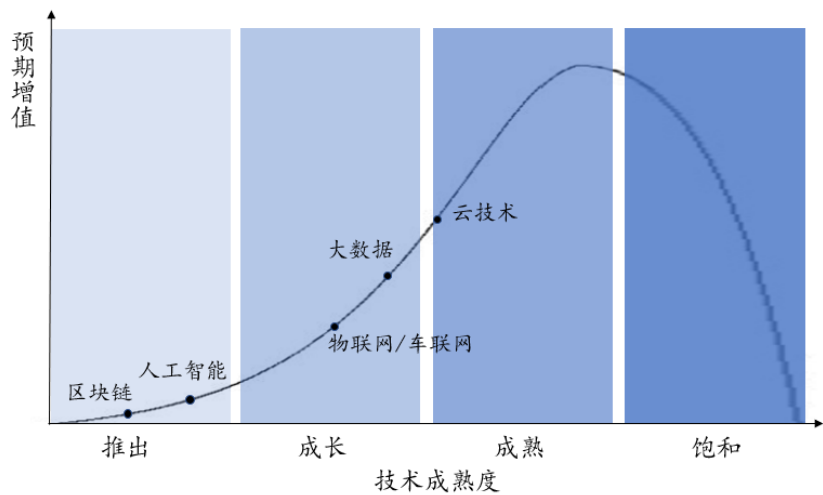
图 5: 保险与科技相融合, 科技渗透于保险



资料来源: 国泰君安证券研究

总体来看, 目前科技在保险业中的应用仍在起步阶段, 通过对金融科技的生命周期框架, 可以将这五类技术分别归类为: 推出、成长、成熟和饱和四个阶段。

图 6: 五大技术成熟度有所差异, 云技术相对成熟



资料来源: Oliver Wyman、国泰君安证券研究

云计算: 指通过远程服务器网络存储、管理并处理数据, 而非通过本地单一服务器或个人计算机。云服务具有三个核心特点: 虚拟化 (基于虚拟化的硬件)、可扩展性 (服务可按需逐级扩展, 新增容量可以快速获取)、需求驱动 (客户按需支付费用, 获取服务)。云计算使得个人用户获得更加完善的互动平台和数据管理, 使得企业提升成本效率和劳动力的流动性。

表 2: 云计算技术处于成长向成熟阶段过渡期

发展阶段

成长阶段向成熟阶段过渡

请务必阅读正文之后的免责条款部分

案例	增加销量:	降低销售成本:	降低管理成本:
	众安 (Speedup)、 众安 (云共享平台: 支持业务发展、通过微信分享产品)	众安 (经代通)、 纽约寿险 (使用云平台实现快捷门户创建)	众安 (私有云服务)、 众安 (无界山系统: 云端的财产险核心系统)

资料来源: Oliver Wyman、国泰君安证券研究

物联网: 指物理设备、车辆、建筑物以及嵌有电子产品、软件、传感器、执行器和网络连接的其他物品的连接, 这种连接能使这些物理对象收集并交换数据。车联网就是物联网目前最普遍的形式。通过物联网, 系统和物体之间能够得到连接从而提高决策的准确性和速度, 进而提高效率、生产力并创造价值。

表 3: 物联网技术有待发展

发展阶段	成长阶段		
案例	增加销量:	降低损失:	
	Progressive (按驾驶行为收费的汽车保险) State Farm (安装家庭监控系统并给予奖励的家庭保险)	Cooperative (按驾驶行为收费的汽车保险, 每日反馈驾驶行为信息) Markerstudy/视觉跟踪 (车载摄像头解决方案, 实时提供反馈信息, 并改善驾驶员的行为) Church mutual (在发生重大损失之前, 水/温度监控系统发出警报)	

资料来源: Oliver Wyman、国泰君安证券研究

大数据: 指传统数据处理应用软件不足以处理的大型或复杂的数据集。大数据能够利用一系列应用程序 (从推荐引擎到欺诈识别), 提供更高级的数据分析和使用方式。

表 4: 大数据技术处于成长阶段

发展阶段	成长阶段			
案例	增加销量:	降低损失:	降低销售成本:	降低管理成本:
	众安 (X-Man: 互联网销售平台)、 Met Life (The Wall: 将数据聚合到单一易于使用的界面)、 平安 (产品销售和代理人年龄之间的相关性)、 Protekt (识别利基市场)	众安 (X-模型: 数据分析, 例如检查个人基本资料数据——在某一特定地区/IP 地址有很多人提出虚假理赔)、 Shift technology (利用机器学习来模拟欺诈性保险理赔的模式)	泰康人寿 (客户分析, 提高代理人对客户了解程度)、 Meteo Protect (为农名定制的天气险)、 Lincoln Financial (使用预测模型进行的数字自动承保)	众安 (X-数据: 信用记录、人员识别)、 Motionscloud (理赔流程和自动成本估算)、 GAFFEY (机器学习以优化工作流程)

资料来源: Oliver Wyman、国泰君安证券研究

人工智能 (AI): 最初人工智能被认为是机器对人与人的思想相联时认知功能的模仿, 现在人工智能是一个当机器能够以我们认为智能的方式或人类的方式执行任务的广泛概念。

表 5: 大数据技术处于推出阶段

发展阶段	推出阶段			
案例	增加销量:	降低损失:	降低销售成本:	降低管理成本:
	众安 (智能健康 app: 利用人工智能, 计算食物热)	众安 (手机屏幕检测技术)	众安 (人工智能客服) 中国太平洋保险 (吉祥保)	众安 (OCR+: 识别图片/身份证中的中文/数字)

量) Usecover.com(使用图像识别来提供即时报价)	瑞士再保险(使用 IBM Watson 进行承保优化)	险购买前和购买期间使用人工智能云) Manulife(用于用户身份验证的生物特征)	合众人寿(呼叫中心的 AI 机器人) USAA(使用虚拟主力 Nina 提供客服)
-----------------------------------	-----------------------------	--	--

资料来源: Oliver Wyman、国泰君安证券研究

区块链: 是一种分布式账本技术, 用于存储分布在同步复制的数据库网络中的静态记录和动态交易数据, 区块链在不使用中介媒体的情况下, 在各方面建立信任, 同时消除摩擦成本并提高效率。

表 6: 区块链技术在保险行业中的应用刚开始

发展阶段	推出阶段			
案例	增加销量: Safeshare (基于区块链的共享经济平台保险)	降低损失: Blockverify (通过跟踪供应链上的产品的区块链标签来减少欺诈性理赔)	降低销售成本: Tradle (全球信托提供网络) Dynamis (航班保险单, 通过无人认领的保险获利)	降低管理成本: 众安 (安链云) 众安 (钛空舱: 确保安全的分布式散列存储)

资料来源: Oliver Wyman、国泰君安证券研究

众安保险对五大保险科技核心技术都有前瞻性布局, 其中在云计算、大数据、人工智能、区块链技术领域已经取得行业领先成果。云计算的应用成果数量较多, 主要是成熟阶段的商业化应用。

表 7: 众安保险对保险科技五大核心技术均有所布局

技术	研发案例	发展阶段
云计算	Speedup、云共享平台、经代通、无界山系统、私有云服务	成长向成熟过渡期
大数据	X-Man、X-模型、X-数据	成长阶段
人工智能	智能健康 app、手机屏幕检测技术、人工智能客服、OCR + 面部识别、	推出阶段
区块链	安链云、钛空舱	推出阶段

资料来源: Oliver Wyman、国泰君安证券研究

2.3. 趋势: 生态系统导向创新领域潜力最大

根据 Oliver Wyman 的报告, 保险科技行业具体可以细分为三个子市场: 线上销售、技术驱动的保险产品升级、生态系统导向的创新。

线上销售: 包括通过互联网或移动 APP 渠道销售传统保险产品。互联网或移动互联网代理能够帮助保险公司以更高效、更低成本的方式接触到长尾客户, 并且互联网在线销售能够优化客户体验。

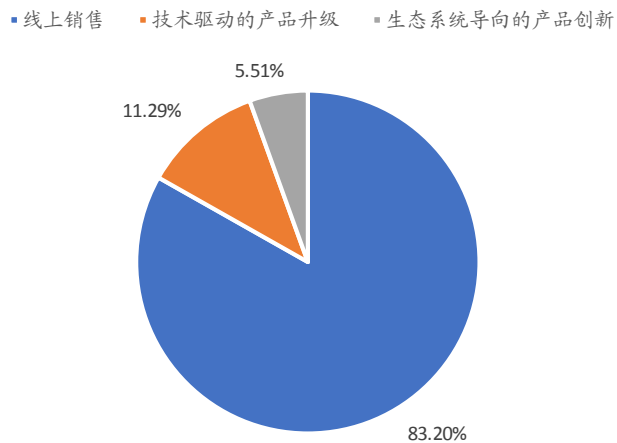
技术驱动的保险产品升级: 从前台来看, 利用创新技术实现保险产品的升级, 使其更有针对性、个性化和动态化。从后台来说, 保险公司亦可以利用大数据分析来提高自身的风控、定价和产品创设能力, 也可以通过相关技术提升经营效率。

生态系统导向的创新: 通过数据分析, 挖掘出多个生态系统中出现的未

被满足的保险需求。例如在电子商务平台上挖掘出退货险，在航旅代理平台上引入航空延误险等。此处不仅仅包括一个新保险产品的创设，或者一个已有产品和大流量平台的衔接，更本质的，是通过技术使得客户在消费场景中的潜在保险需求被有质量地满足。

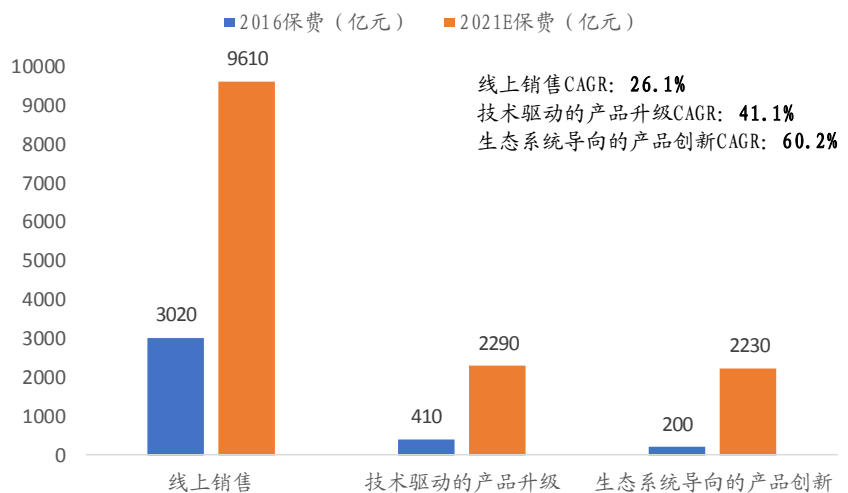
根据 Oliver Wyman 报告，按总保费规模计，线上销售市场为三个子市场中规模最大的市场，2016 年，占中国保险科技市场总保费规模的 83.2%。2016 年，生态系统导向的产品创新总保费规模为 200 亿元，预期于 2021 年，将达到 2230 亿元，复合年增长率为 62.0%，是增长速度最快的子市场。

图 7：2016 年线上销售子行业占保险科技行业保费规模 83.2%



资料来源：Oliver Wyman、国泰君安证券研究

图 8：生态系统导向的产品创新子行业增长潜力最高



资料来源：Oliver Wyman、国泰君安证券研究

根据 Oliver Wyman 报告，2015 年，中国人保及平安保险为线上销售财产保险的主要领导者。技术驱动的产品升级部分，中国人保及平安保险等传统保险公司在产业技术升级方面走在前列，互联网保险公司的总保费所占市场份额相对较小。众安保险作为首家纯互联网保险公司，主要经营初期生态系统导向的创新分部，在此分部以总保费计占 17% 的市场份

额，使其于 2016 年名列本分部前五名，在发展潜力最大的生态系统导向的创新方面具有竞争力。

表 8: 互联网保险公司在生态系统导向创新领域相对较有优势

细分市场	参与者
线上销售	中国人保、中国平安等
技术驱动的保险产品升级	中国人保、平安保险、太平洋保险、众安保险等
生态系统导向的创新	众安保险、泰康在线等

资料来源: Oliver Wyman、国泰君安证券研究

2.4. 未来: 行业即将进入数据拓展衍生运用阶段

阶段一、技术驱动: 在保险科技发展的第一阶段, 主要是科技应用在传统保险的业务优化上, 例如通过在线销售和自动理赔减少了员工人力成本。云计算和 IT 化增加了大规模数据集中处理、分析的效率, 但是在此阶段, 科技仅仅起到辅助保险主业的作用, 并没有对传统的保险行业本质进行改造: 保险公司服务的保险需求没有很大变化, 销售对象依然是传统险种为主, 定价模式亦是通过过去的经验数据来计算所得, 销售渠道上仍然离不开庞大的销售代理团队。

阶段二、生态系统集成: 在保险科技发展的第二阶段, 保险科技公司开始出现, 通过创设生态连接 IT 系统, 将保险公司和保险消费场景发生的生态系统平台 (如淘宝、携程) 进行连接。通过数据分析和 IT 系统的改善, 使得创新的保险产品得以实现, 一方面拓展了保险公司的业务范围, 另一方面也提高了生态系统平台的用户体验。例如, 淘宝平台上的退货险创造出了新的业务形态, 在不触动传统保险公司蛋糕的情况下, 为保险科技公司创造了营收。另外, 退货险的出现, 降低了淘宝平台上的买卖纠纷投诉率。

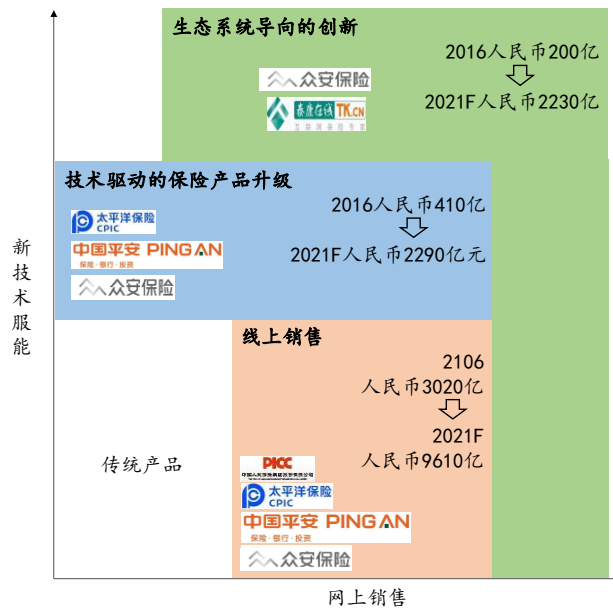
阶段三、未来的拓展衍生: 在第三阶段, 随着保险科技公司将保险产品嵌入了大量生态系统平台, 保险科技公司会获得不同平台下的客户数据。再此阶段, 保险科技公司的业务将不仅仅局限于保险产品的创设、销售, 进一步将可能为保险公司提供信用数据, 通过区块链技术来储存记录个人健康数据 (应用于医疗健康险方向)。在此阶段, 保险科技公司的业务范围将会超出保险的范畴, 转变为客户为中心的数据提供商。

目前, 我国的保险科技行业, 主要处在第二阶段向第三阶段演进的时期, 未来保险科技行业的竞争, 将不会仅仅局限在保险产品的创设和销售, 而是更多集中于保险数据的搜集、处理和输出。保险科技公司不仅仅会利用技术为自身保险业务服务, 也将会为整个金融行业生态圈提供技术输出服务。在这一阶段, 保险公司和金融科技公司的界限将会逐渐模糊化。我们认为, 唯有清晰把握行业发展脉络, 勇于抢占先机的企业, 才能够在这一过程中脱颖而出。

2.5. 中国保险科技行业: 众安在线作为行业龙头, 具备先发优势

中国保险科技行业仍处在发展初期，目前份额最大的是线上销售市场，2016 年线上销售市场的规模为 3020 亿，占到三个子市场总规模的 83.2%，产品升级和生态系统导向创新市场的份额分别约为 410 亿和 200 亿。但随着市场的发展，预计这一比例很快就会发生变化，根据 Oliver Wyman 的报告，预计中国保险科技行业总市场规模在 2021 年将达到 1.4 万亿，产品升级市场和生态系统导向创新市场将会增长到 2000 亿以上的规模，增长空间分别为 5 倍和 10 倍，而保险线上销售市场的增长空间仅为 3 倍左右。

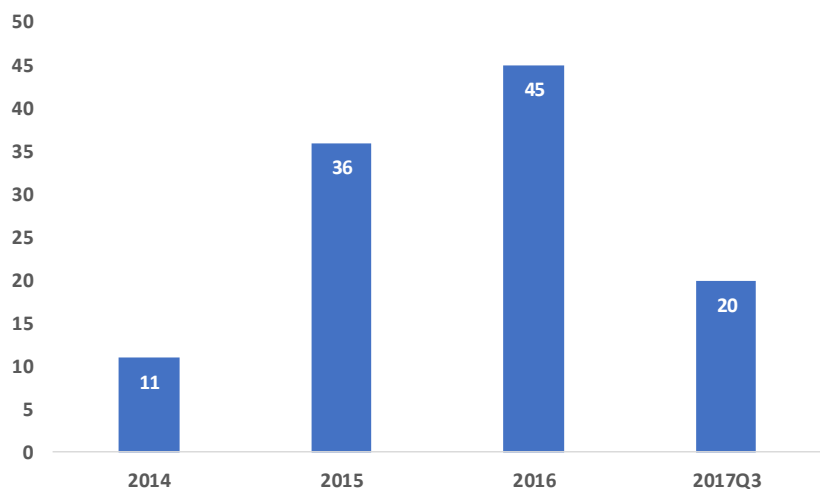
图 9: 保险科技行业三大细分市场，预计我国 2021 年总规模达 1.4 万亿



资料来源: Oliver Wyman、国泰君安证券研究

虽然当前中国纯保险科技公司数量较少，但是有很多传统保险公司也积极布局保险科技领域，包括自设互联网平台、保险公司 app、线上自动理赔等等。同时，保险科技公司的融资案件数在不断地增长，保险科技公司的融资案件数从 2014 年的 11 件，到 2016 年达到了 45 件，资本市场对保险科技行业的关注度越来越高。

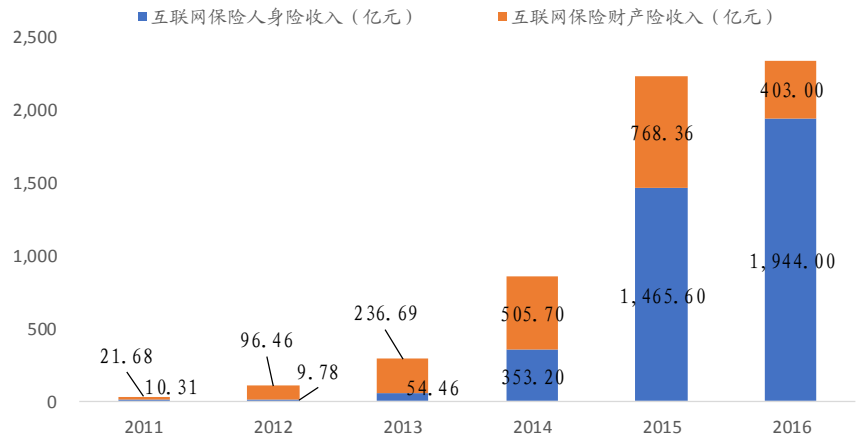
图 10: 中国保险科技融资案件数快速增长



资料来源: CB insights、国泰君安证券研究

中国保险科技的发展使得互联网保险行业规模快速增长。目前中国市场上已经有超过 120 家保险公司开展了互联网保险业务(四家纯互联网保险公司)。互联网保险 2011-2016 年复合增长率达到 104.61%，保费收入从 31.99 亿元增长到了 2347 亿元。

图 11: 中国互联网保险保费收入 2016 年增长至 2000 亿以上规模



资料来源: Wind、国泰君安证券研究

监管对于我国保险科技行业发展持鼓励支持的积极态度。政府对于保险科技是持鼓励、支持的态度，对于这个新生的环境，同时也出台了涉及保险公司、保险代理公司、保险经纪公司参与互联网保险的监管办法，引导其健康有序地发展，规范保险科技行业。

表 9: 我国政府对保险科技行业的鼓励、规范引导力度较大

时间	法规/通知/事件	主要内容
2010.3	关于进一步做好科技保险有关工作的通知	支持保险公司创新科技保险产品，加大对科技人员保险服务力度，实施科技保险有关支持政策，创新科技风险分担机制，探索保险资金支持科技发展新方式等。
2011.9	保险代理、经纪公司互联网保险业务监管办法(试行)	促进保险代理、经纪公司互联网保险业务的规范健康有序发展。明确经营条件(注册资本金、相关许可证等)、信息披露等。
2015.7	互联网保险业务监管暂行办法	规范互联网保险经营行为，保护保险消费者合法权益，促进互联网保险业务健康发展。明确经营主体、经营方式、自营网络平台条件、第三方网络平台条件、经营险种、信息披露、经营规则等。
2016.1	关于加强互联网平台保证保险业务管理的通知	保险公司开展互联网平台保证保险业务应当遵守偿付能力监管要求、严格选择互联网平台、严格审核投保人资质、明确合作互联网平台的信息披露义务、加强互联网平台保证保险产品管理、建立严格的风险管控机制、加强信息系统管控等。
2017.5	中国人民银行金融科技委员会成立	中国人民银行成立了金融科技委员会以加强金融科技的研究及促进中国金融科技行业的健康发展。





资料来源: 保监会、国泰君安证券研究

目前中国一共只有 4 家纯持互联网保险牌照的保险科技公司: 众安保险、泰康在线、易安在线及安心保险。众安保险较其他三家都早两年以上成

立。根据 Oliver Wyman 报告，按照总保费计量，2016 年众安保险、泰康在线、易安在线及安心保险在中国保险科技市场所占的市场份额分别为 0.90%、0.18%、0.06%、0.02%，众安保险处于行业领先地位，2016 年以总保费计算，比其他三家总和还要多。

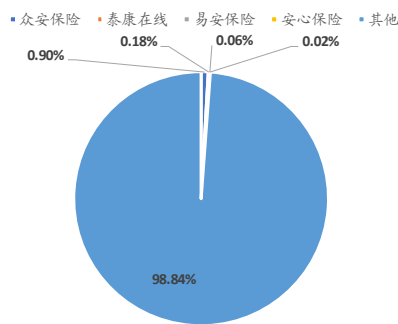
众安保险在行业布局上，主要侧重于生态系统导向创新领域，在该领域以总保费计算占到 17% 的市场份额。通过布局未来增长空间最大的细分保险科技领域，众安保险在中国的保险科技行业中能够充分发挥先发优势，牢牢占据行业龙头地位。

表 10: 我国四家互联网保险公司中，众安保险的保费规模排名第一

	众安保险	泰康在线	易安保险	安心保险
品牌				
成立时间	2013 年 10 月	2015 年 11 月	2016 年 2 月	2015 年 12 月
主要股东	蚂蚁金服 腾讯计算机系统 平安保险	泰康保险集团 泰康资产管理	银之杰 光汇石油 银必信资管	玺萌置业 通宇世纪 洪海明珠 中诚信
2016 年总保费 (人民币百万元)	3,408	675	222	75.1

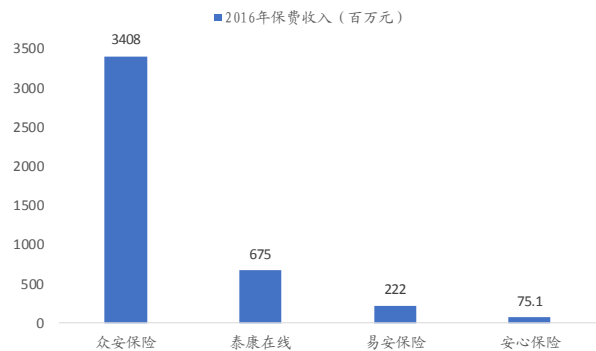
资料来源：公司官网、中国保监会、国泰君安证券研究

图 12: 众安保险市场份额多于其他三家



资料来源：公司官网、中国保监会、国泰君安证券研究

图 13: 众安保险保费收入比其他三家竞争者总和更高



资料来源：公司官网、中国保监会、国泰君安证券研究

3. 保险+科技：双轮驱动下的金融科技龙头

众安科技的公司愿景在于：连接生态系统及应用尖端科技重新定义保险。在业务层面，众安科技主要是做两件事：基于不同的消费场景开发生态系统为导向，向客户提供更好的保险产品（2C 端）和解决方案（2B 端）。

具体来说，前者的业务模式是把自身的产品嵌入到生态系统合作伙伴的平台（淘宝、携程、小米商城等），使得客户在日常生活的消费情境中能够无缝购买产品和服务，例如在淘宝下单过程中购买退货险。而后者的

业务模式是输出互联网保险技术，帮助自身没有技术团队或经验积累的保险公司，拓展线上保险业务。

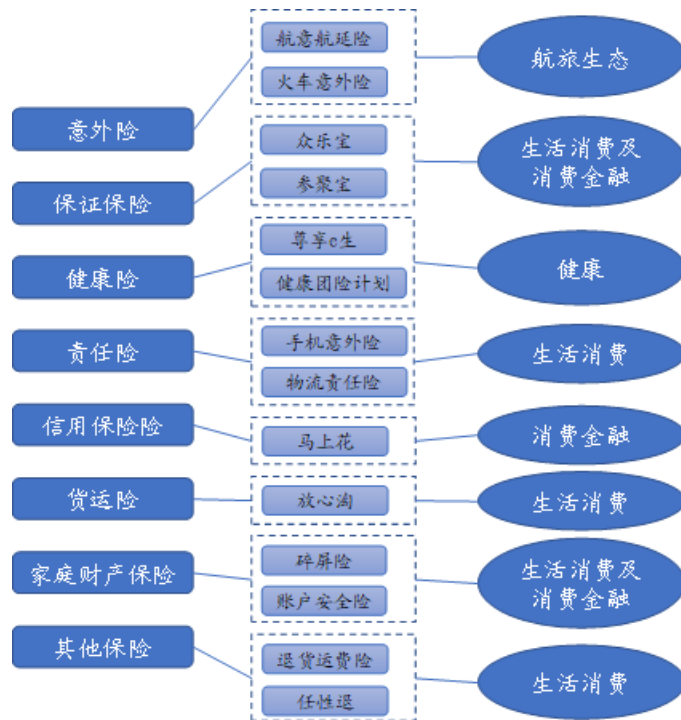
3.1. 五大生态系统条线下，众安的保险产品体系日趋成熟

众安的产品包括：意外险（主要为航旅意外险和延误险、火车意外险）、保证保险、健康险、责任险、信用保险、货运险、家庭财产险（碎屏险和账户安全险）以及其他保险（主要为退货运费险）

截止 2017 年 3 月 31 日，众安保险的主要产品为意外险（30.3%）、退货运险（25%）、健康险（15%）、保证保险（8.2%）和责任险（8%）。由于退货运险存在保单金额较小、利润贡献能力较弱的特征，公司决定不再将其作为重点发展业务对象（其总保费占比也已于 2014 年的 77.2% 下降至 2017 年 3 月底的 25%）

从具体产品的角度，可以从生活金融、消费金融、健康、汽车和航旅生态五个角度对众安保险的产品再次解构。

图 14: 众安在线的保险产品可以解构再分为五个生态系统



资料来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

表 11: 根据生态场景定义可对众安保险产品进行重新划分

生态场景	众安保险所对应产品
生活金融生态	众乐宝、参聚险（生活消费及消费金融）
消费金融生态	手机意外险、物流责任险、放心淘、碎屏险、账户安全险、退货运费险、任性退
健康生态	尊享e生、健康团险计划
汽车生态	保霸车险
航旅生态	航意航延险、火车意外险

资料来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

从产品结构上看，众安保险最主要的保费收入来源仍是退货运费险，2016年全年该险种占到保费收入的35%。值得注意的是，由于退货险存在保单金额较小、利润贡献能力较弱的特征，公司决定不再将其作为重点发展业务对象（其总保费占比也已于2014年的77.2%下降至2016年的35%）。

众安保险占比第二大的险种是意外险，主要是航旅生态旗下产品（航意航延险、火车意外险），截止2016年底，该险种保费收入占比达到30.2%。除此之外，众安保险的健康险和消费金融险的保费收入占比亦高速增长，以健康险为主的健康生态产品为例，2016年底保费收入贡献占比仅为6%，但是2017年一季度末，该比例已经上升到15%。2014-2016三年，消费金融生态的保费收入贡献，也稳定在9%-13%之间。

3.1.1. 生活消费生态

生活消费生态是指消费者在进行互联网购物、消费电子数码产品时形成的生态系统，保险能够为其中固有的风险提供保障，弥补**消费者**（产品损坏、退货运费等）、**商家**（退货运费、产品遗失、信誉等）以及**平台运营商**（信誉）的损失。典型的与电子商务有关的创新型保险产品有退货运费险、保证金保险、商家履约险及账户安全险等。

表 12: 众安保险的生活消费系统产品主要为退货运费险

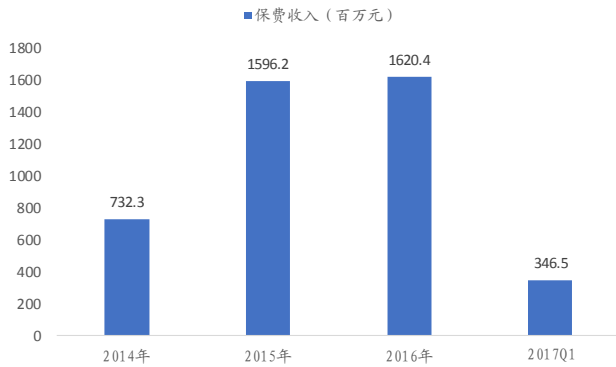
发布时间	产品	保障风险	保费 (元)	合作平台
2013年11月	退货运费险	报销卖家或买家退货产生的运费	卖家版: 0.15-3.3元 买家版: 0.2-9.9元	天猫、淘宝
2013年11月	商家保证金保险 (众乐宝、参聚险)	减少卖家在淘宝和天猫支付的保证金。	原6个月应付保证金的1.8%或原一年应付保证金的3%	天猫、淘宝
2014年7月	手机意外险及手机碎屏险	为手机屏幕或其他毁损提供保险	均单: 50.2元,	小米、乐尚及其他保险代理
2015年	无人机意外保险	承保无人机造成的财产损失或人身伤亡的第三者责任险	-	商家
2016年10月	任性退	消费者可以在其合作的主要电子商务平台上任何购买享有免费赠送的最多3公斤的退货运费服务。	9.9元/月	天猫、淘宝
2016年6月	极有家家装保险	在极有家家居家装平台上提供商户的综合保险产品(承保退货险、货物保险、产品质量保证保险)	-	极有家家居家装
2016年11月	摩拜电商平台责任险	承保骑摩拜单车时发生意外产生的个人损伤及医疗开支	-	摩拜单车

资料来源: 众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

根据 Oliver Wyman 报告，中国电子商务及零售相关的保险市场完全是

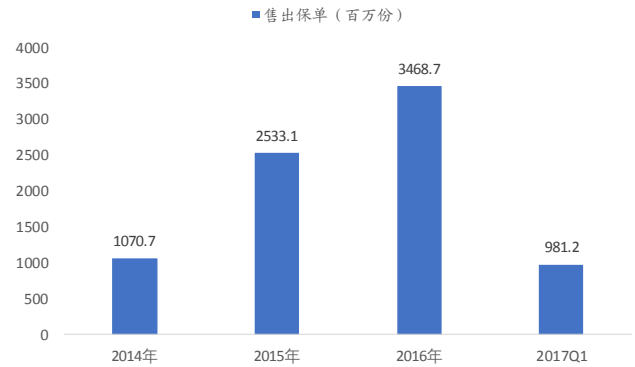
保险科技公司的潜在市场。众安保险在生活消费生态系统市场中获得的保费收入从 2014 年的 732.3 百万元上升到了 2016 年的 1620.4 万元，复合增长率为 30.31%。此期间，售出保单份数也从 1070.7 百万份上升到了 3468.7 百万份。

图 15: 众安于生活消费生态系统保费收入



数据来源: 众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

图 16: 众安于生活消费生态系统售出保单



数据来源: 众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

3.1.2. 消费金融生态

根据 Oliver Wyman 报告，消费金融生态是指生活消费贷款，不包括房贷及车贷，具体包括信用卡贷款、电子商务信用产品及互联网消费贷款产品。保险公司主要通过提供信用保证保险和与消费者信用数据及贷款技术有关的服务参与消费金融市场。

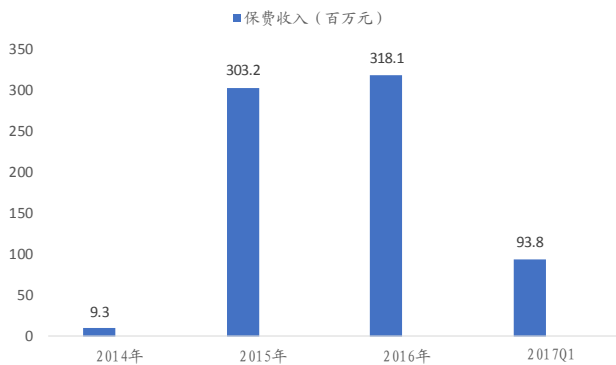
表 13: 众安保险的消费金融生态产品主要植入于互联网金融平台

发布时间	产品	介绍	销售平台
2016 年 4 月	保贝计划	提供信用保证保险以增强客户信誉以及向金融机构借入资金。通过保险产品连接各种渠道及协助生态系统合作伙伴提供消费分期付款服务以及现金贷服务。	小赢理财、分期乐、闪银、奇异、米么金服、易分期
2016 年 10 月	速贷宝	为合格消费者于其向文明的金融合作伙伴借入最高金额人民币 80000 元的借款资金的交易提供信用保证	网易小贷
2017 年 5 月	花豹	为消费者提供信用保证以向我们合作的银行及金融机构取得消费金融服务	自有平台
2017 年 6 月	马上花	向有融资需求的客户提供互联网线下的消费融资服务。信用保证保险为客户提供信用额度，能够在互联网线下场景下为其购买提供资金，涵盖其日常生活各个方面的需求	蘑菇街、寺库、春秋航空、银联商务、天翼

数据来源: 众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

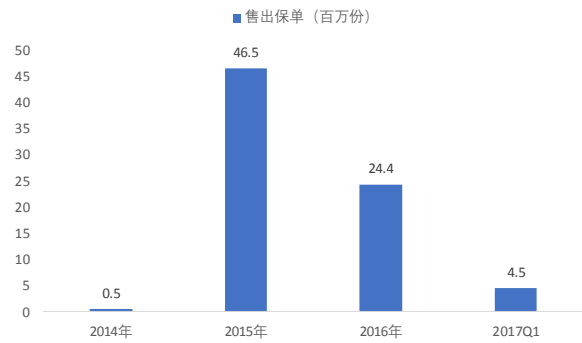
根据 Oliver Wyman 报告，中国的消费金融市场中的保险需求是保险科技公司的潜在市场。众安保险在消费金融生态系统市场中获得的保费收入从 2014 年的 9.3 百万元上升到了 2016 年的 318.1 万元，复合增长率为 224.61%。售出保单数量在 2016 年有所下降，但是保费收入维持着增长，说明均单保费收入得到了提升。

图 17: 众安于消费金融生态系统保费收入



数据来源: 众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

图 18: 众安于消费金融生态系统售出保单



数据来源: 众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

3.1.3. 健康生态

健康生态系统是指消费者在健康、医疗方面进行的消费支出。保险公司针对客户产生医疗开支的风险, 提供保险产品及解决方案, 同时保险公司提供增值服务, 以提高个人健康意识。主要分为个人险和团体险两类。

表 14: 众安保险的主打健康生态产品为尊享 e 生

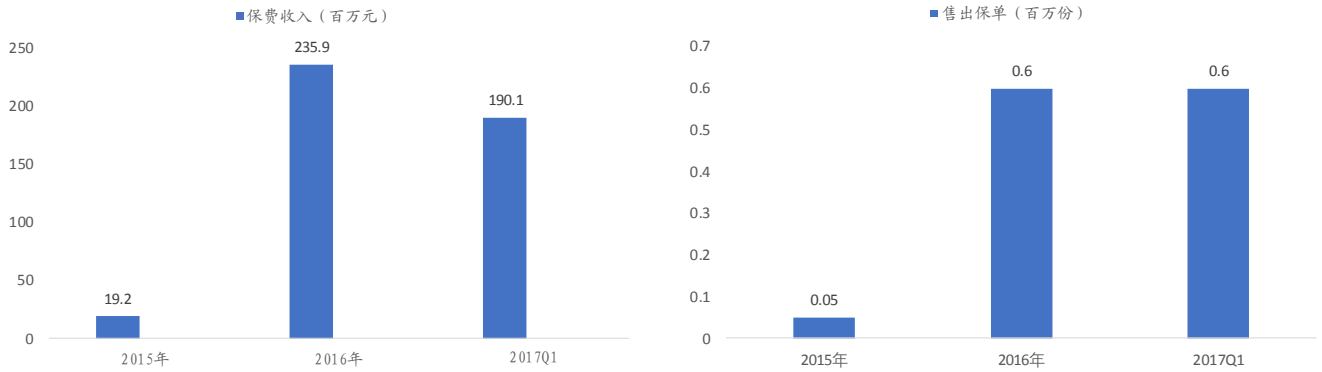
发布时间	产品	介绍	保费	合作平台
2015 年	健康团险计划	向公司和机构客户推出定制团险。	-	-
2015 年	个人健康 ——步步保	基于互联网的健康管理计划, 向客户提供定制化的主要疾病健康保障。该计划的实施及条款取决于客户每天的实际步数, 而客户的实际运动量由生态系统业务合作伙伴协助检测及追踪。	7.4 元-238 元	手机应用程序 微信公众号 乐动力应用程序
2015 年	个人健康险 ——糖小贝	向客户提供顾问服务以管理其健康并根据其特定医疗状况调整受保金额。	996 元/年	腾爱 (腾讯旗下)
2016 年	个人健康 ——尊享 e 生	在保险期内, 在中国二级或以上医院产生的与普通疾病或恶性肿瘤相关的任何及所有超过可抵扣的开支 (包括门诊费、医疗费、药费、手术费、餐费及床位费) 在保额内的均全部报销。	约 450 元/人	本身的应用程式 生态系统合作伙伴 第三方销售代理

数据来源: 众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

以生态系统为导向的创新是健康险市场中新兴且具有潜力的戏份市场。2015 年, 众安保险在健康生态系统市场中获得的保费收入仅为 19.2 百万元, 2016 年就增至 235.9 百万元, 同比增长达到了 1028%, 可见市场对健康险的需求之大。

图 19: 众安于健康生态系统保费收入

图 20: 众安于健康生态系统售出保单



数据来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

数据来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

3.1.4. 汽车生态

车险市场是一个巨大的市场，根据 Oliver Wyman 报告，2016 年，中国汽车保有量达到 194 百万辆，预期于 2021 年增至 321 辆。保险公司就车辆损坏、人身伤亡及车辆失窃提供保险产品，科技主要会使得车险产品升级。2015 年 9 月，众安取得车险相关业务许可证，并于同年 11 月联合平安产险推出保霸车险（合作协议于 2020 年 1 月 25 日届满），分管保霸车险的线上、线下业务，众安收取的保费总额从 2016 年的 3.5 百万元快速增长到 2017 年的 84 百万元。

表 15: 众安保险通过和平安车险合作推出保霸车险

发布时间	产品	保障风险	销售平台
2015 年 11 月	保霸车险	碰撞、火灾、爆炸、台风或泥石流对承保汽车造成的损失及承保汽车被盗的损失	滴滴出行、小米、微信

资料来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

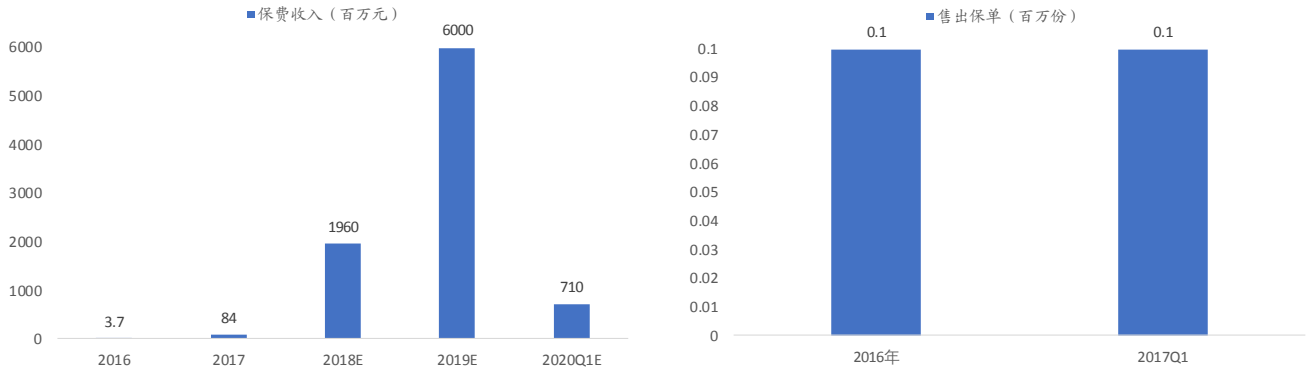
表 16: 众安车险业务收入和平安车险实现 5: 5 分成

	2017	2018	2019	2020 年 1 月
保费、赔款分成比例	众安: 30% 平安: 70%	众安: 50% 平安: 50%	众安: 50% 平安: 50%	众安: 50% 平安: 50%
覆盖地区	18 个地区	中国除港澳台之外的所有地区		
保费月环比增速	超过 30%	预计 15%	预计 6%	预计 5%
保费收入驱动因素	车险业务扩张; 覆盖地区由 6 个 增长为 18 个	保费分成比例由 3: 7 增为 5: 5; 新获批复的 18 个地区预计第二季度 开始发力;		商用车费改不断深入; 费用空间逐步压缩; 生态布局完善
保费收入	84 百万元	预计上限 19.6 亿元	预计上限 60 亿元	预计上限 7.1 亿元

资料来源：众安保险招股说明书、公司公告、国泰君安证券研究。注：2017 年覆盖地区截止到 2017 年 9 月 18 日，2017 年保费月环比增速由 2017 年 9、10、11、12 月所得。

图 21: 众安于汽车生态系统保费收入

图 22: 众安于汽车生态系统售出保单



数据来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

数据来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

3.1.5. 航旅生态

随着旅游、飞机出行越来越普遍，保险公司针对因旅行产生的各类风险，如旅行意外、航班延误、航班取消，提供保障。根据 Oliver Wyman 报告，中国的航旅保险市场全面对保险科技开发，透过网上和手机渠道预定的比例不断提高，航旅生态为保险科技公司创新提供很多机会。

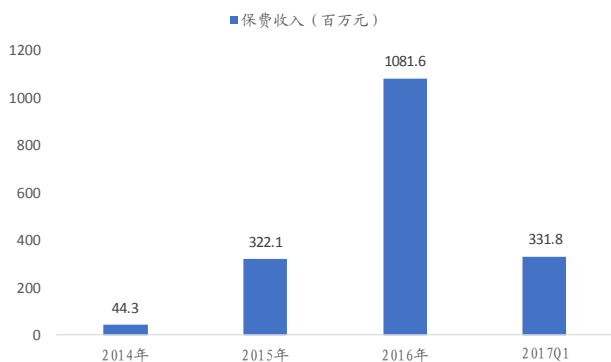
表 17: 众安保险的航旅生态产品以航意航延险为主

发布时间	产品	保障风险
2015 年 1 月	航意航延险 火车意外险 酒店取消险 机票退改险 飞享 e 生	对航班延误超过一定时长或发生飞行意外，对客户做出补偿 涵盖购买并开展火车旅程上发生的任何意外 涵盖因客户取消酒店的任何成本 涵盖因客户进行机票取消或改期而产生的任何成本 保障期限为一年，出差、旅游全面保障

资料来源：众安保险招股说明书，公司官网、国泰君安证券研究

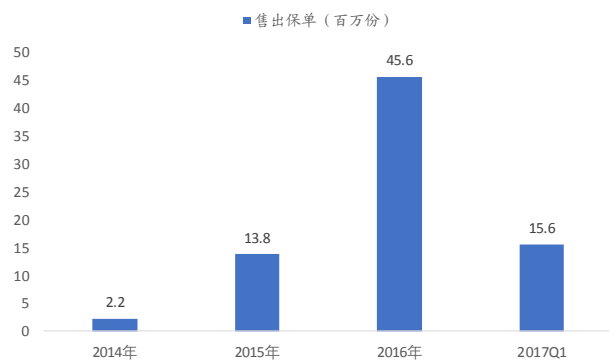
众安推出的符合航旅生态的保险产品收取的保费收入从 2014 年的 44.3 百万元上升至 2016 年的 1081.6 百万元。2016 年，众安航旅生态保费收入占五大生态系统市场总的比重也上升至第一位。

图 23: 众安于航旅生态系统保费收入



数据来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

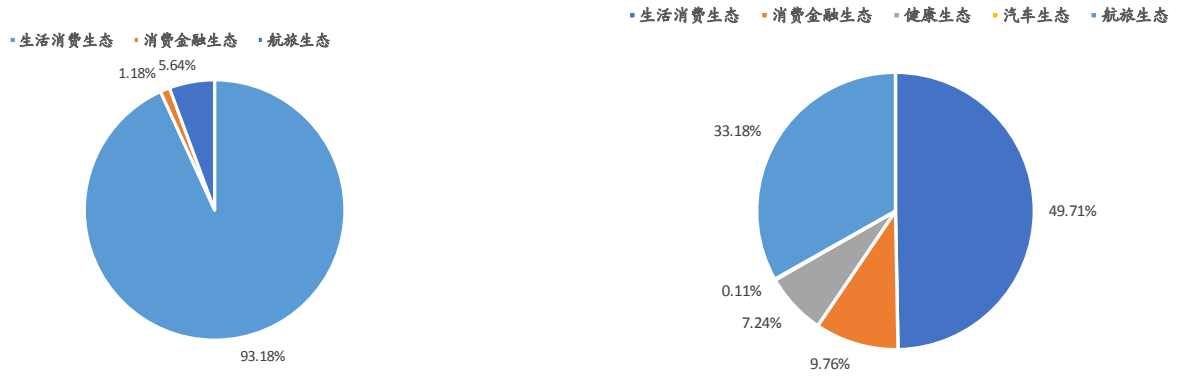
图 24: 众安于航旅生态系统售出保单



数据来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

图 25: 2014 年众安各生态系统市场保费收入占比

图 26: 2016 年众安各生态系统市场保费收入占比



数据来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

数据来源：众安保险招股说明书、国泰君安证券研究

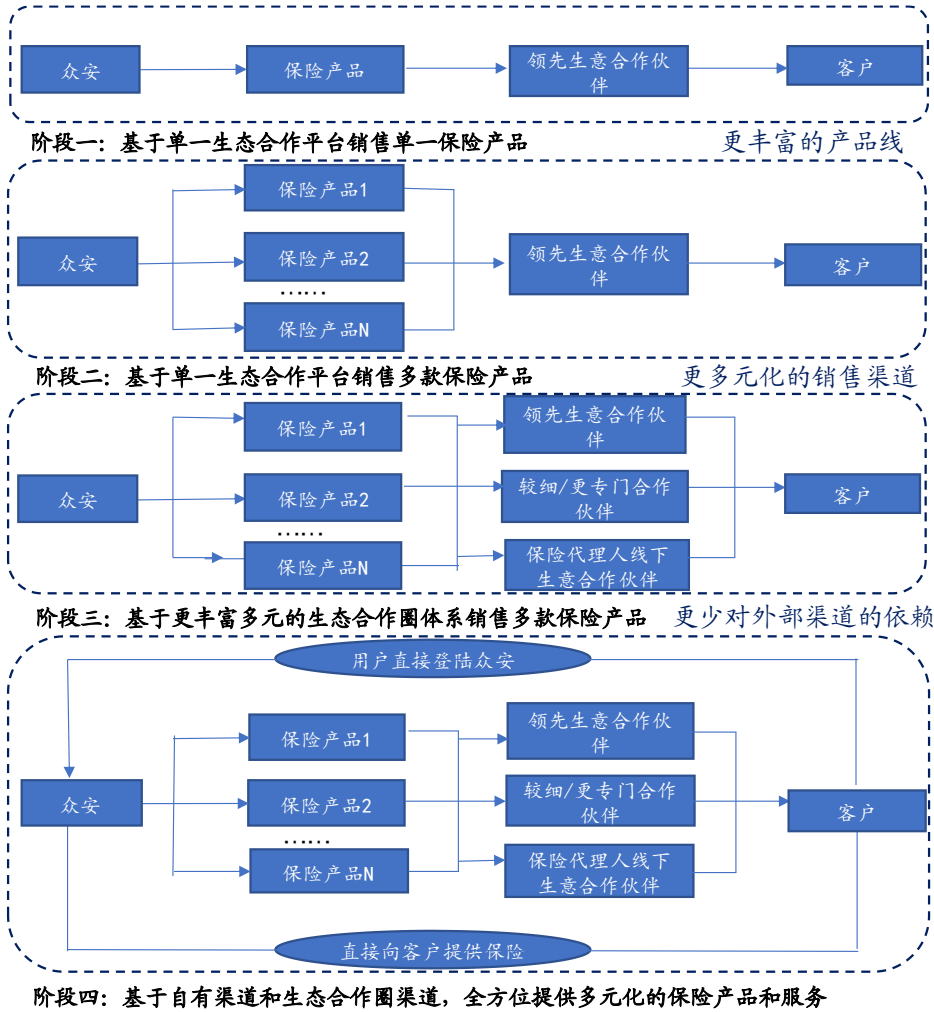
3.1.6. 众安在线特有的保险生态圈合作模式

3.1.6.1. 生态系统导向型保险科技服务合作模式

和传统保险公司或其他互联网保险公司相比，众安保险业务框架的一大特色是基于生态合作伙伴的线上场景，来设计及提供保险产品解决方案。公司将产品嵌入生态系统合作伙伴的平台，使得客户可在消费场景中享受简单流畅、体验良好的保险消费体验。而在这一过程中，众安保险又和生态合作伙伴平台进行了深度技术交流和数据共享，使得其能够构建线上保险消费者群体的数据库，建立对客户行为的深入了解，进而在未来能够开发出更多的创新产品及解决方案，提供更具弹性的定价、优化的自动处理索赔体验、更有效的反欺诈和风险管理。这也是众安保险构建其长期核心竞争力的途径之一。

众安保险的生态圈战略可以分为四步走：1、基于单一生态合作平台销售单一保险产品；2、基于单一生态合作平台销售多款保险产品；3、基于更丰富多元的生态合作圈体系（大场景入口、小场景入口、保险代理和线下渠道）销售多款保险产品；4、基于自有渠道和生态合作圈渠道，全方位提供多元化的保险产品和服务。

图 27：众安保险生态圈战略演变可以分为“四步走”步骤



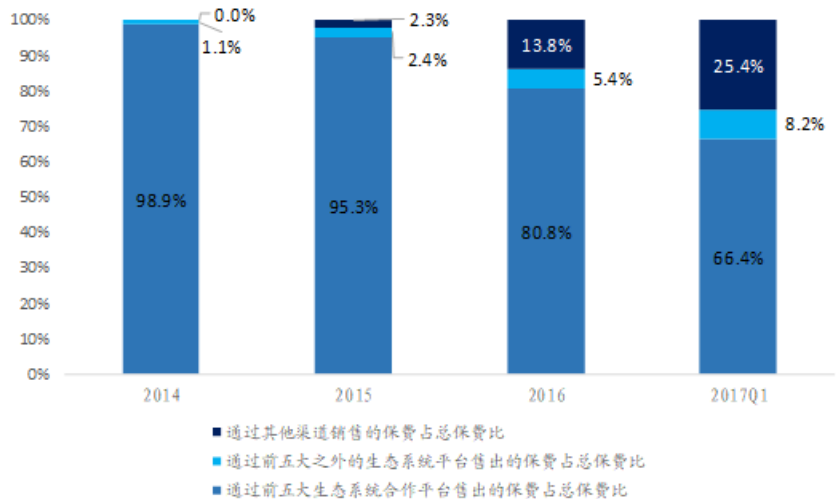
数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

3.1.6.2. 场景外部化：互补共荣还是倒持太阿？

在众安科技创业伊始，面临的市场环境即为：传统保险市场趋于成熟，虽然中国保险渗透率仍在较低水平，但是保险行业已经处在大小保险公司错落有序的掌控之中，对于一家新保险公司，亟待解决的问题有两个：1、卖什么样的保险产品；2、如何让客户选择在众安买保险产品。

传统的寿险、财险都已经有了众多的成熟产品。众安保险需要基于自身的资源禀赋，去寻找一条突破路径。考虑到众安创始股东的背景，一条自然而然的路径便是：通过阿里巴巴、腾讯、中国平安和携程的平台，寻找有潜在保险消费需求的场景，量身定制用户体验好的保险产品，通过明星生态合作伙伴平台带来流量，转化为保险购买。不难发现，在众安保险的发展战略四步走中，这仅是前两阶段需要完成的任务，在第三和第四阶段，众安保险的主要任务是引入更丰富的销售渠道（细分市场中小平台、线下保险代理）和建立自有渠道，降低对外部明星场景平台的依赖度。可以看到，从2014年至2017年1季度，众安在线通过所有生态合作伙伴平台售出的保费占总保费比例从100%下降至74.6%，通过前五大生态系统合作售出的保费占总保费比例则从98.9%下降至66.4%。

图 28: 众安保险对于生态平台渠道的依赖度和保费集中度均在下降



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

表 18: 手续费及技术服务费占净保费比例上升主要因为航旅生态产品收入占比提升

生态系统\时间	2014	2015	2016	2016Q1	2017Q2
生活消费	9.00%	17.40%	17.30%	19.60%	26.60%
消费金融	0.40%	32.90%	20.70%	17.20%	21.00%
健康	-	6.20%	19.90%	8.00%	20.00%
汽车	-	-	125.80%	18.60%	118.30%
航旅	97.70%	88.10%	81.10%	77.80%	80.10%
其他	-8.50%	28.10%	32.80%	25.90%	37.10%
整体	13.80%	29.50%	39.00%	39.00%	43.60%

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

我们认为市场对于这类生态合作平台导向的业务模式的担心过于悲观。市场的观点是: 1、此类合作方式使得公司无法掌握核心的流量入口, 难以保证未来中长期的竞争优势; 2、众安保险的产品嵌入方式使得客户不易对众安的品牌产生较深印象, 过度追求客户体验, 弱化了品牌建设。但我们认为此类观点更多站在传统金融行业的角度看问题, 忽略了互联网企业本身内在的特质就是开放、平等、协作、分享, 例如苹果基于 APP store 建立起的生态圈系统大获成功, 站在挑剔的角度, 我们可以质疑苹果“缺乏核心内容创造能力”, 同样我们也可以质疑制作出爆款 APP 的开发团队“没有占据垄断性的流量入口”, 但实际的结果证明, 这是一个双赢的结果: 无论是苹果公司, 还是通过 APP store 获得了大量流量并转化为客户和消费的 APP 提供商, 都获得了成功。成功的企业有很多种路径, 垄断地位固然是长期护城河的一种, 但是能够在竞争激烈的传统市场中独辟蹊径, 找到适合自身优势的独特发展模式, 并且不断动态适应市场变化的团队, 也是企业长期发展的核心竞争优势之一。

3.2. 众安科技: 科技驱动下的新业务生态蓄势待发

众安科技是众安保险 2016 年成立的全资附属科技公司, 关注于前沿金融技术的研究与开发。众安科技的业务可以分为两类: 为众安保险自身

研发提供技术支持、对业务伙伴及其他金融保险机构输出技术。以保险为中心辐射到整个金融领域。

众安科技目前开发及提供三个系列技术服务：S 系列——为保险及金融行业设计基于云端的应用程序、X 系列——智能数据服务、T 系列——区块链服务。截至 2017 年 3 月 31 日，众安科技已开发两项 S 系列产品、七项 X 系列产品及三项 T 系列产品。从 2017 第二季度开始产生收益，截至至 2017 年 6 月 30 日止，六个月产生的收益为人民币 2.9 百万元。

表 19：众安科技提供的金融科技产品目前主要是 S、X、T 三个系列技术服务

系列	项目	介绍
S 系列	电子商务平台	让传统保险公司与代理迅速建立互联网销售渠道
	保险核心系统	为保险供应商开发云技术核心系统
	金融核心系统	为金融服务供应商开发云技术核心系统
X 系列	X-Model	有助客户进行数据分析及开发定制化风险管理模型
	X-Decision	有助客户做出交易决策
	X-Man	有助客户分析其本身客户数据以建立客户档案
	智能客户服务	客户服务聊天机器人项目通过基于分析客户问题，使用 NLP 提供相关有用的回复
	脸部识别	助于实现远程身份验证，提高互联网金融交易的安全性
T 系列	Ti-Capsule	用于存储电子医疗记录或私隐资料等重要或敏感资料
	Ti-Sun	为生态系统内的任何用户提供独立及安全的数位身份
	Ti-GlassHouse	为 Anlink 生态系统的金融基础设施，能将链下资产（如积分或保险单）数字化至区块链，所有链上数字资产均可实时交易，并自动支持监督
	Ti-Packet	是一个以区块链为基础的互联网电子签名系统。其让订约方可通过经认证电子签名以及区块链授权订立协议，确保协议不可修订以保障订约方的权益。

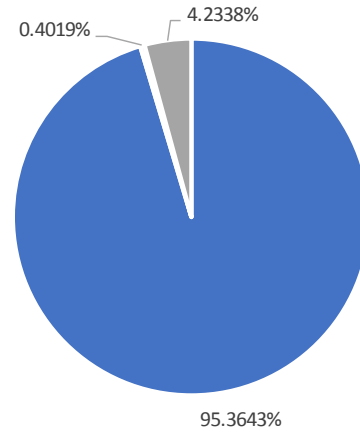
资料来源：招股说明书、国泰君安证券研究

3.3. 投资端目前以委外为主，自主管理发挥潜力巨大

截止 2017 年 3 月 31 日，众安在线投资资产总价值为 7737.7 百万元，其投资活动分为与第三方资产管理公司合作以及购买资产管理产品两类。主要采取与两家第三方资产管理公司合作的方式，平安资产管理有限公司与招商基金管理有限公司管理的资产总值分别为 7379 百万元及 31.1 百万元，平安资产管理有限公司管理的资产总值占众安在线投资资产总价值的比例高达 95%。

图 29：第三方资产管理有限公司管理的资产总值占比达 95.7662%

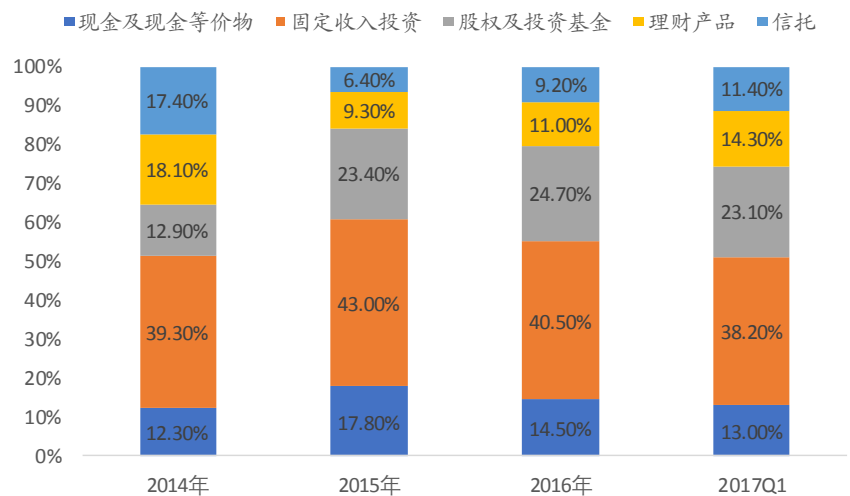
■ 平安资产管理有限公司 ■ 招商基金管理有限公司 ■ 众安在线自身投资



资料来源：招股说明书、国泰君安证券研究

众安在线投资资产主要分为现金及现金等价物、固定收入投资、股权及投资基金、其他投资（包括理财产品和信托）四类，固定收入投资和股权及投资基金为其主要投资资产，股票及投资基金收益率对总投资收益率的影响较大，2016年的总投资收益率大幅下降就是由于中国资本市场市况所导致。

图 30：固定收入投资及股权及投资基金为主要投资



资料来源：招股说明书、国泰君安证券研究

表 20：投资组合的整体收益率波动主要来自股权及基金投资

收益率	2014年	2015年	2016年	2017年第一季度
现金及固定收入投资	7.0%	4.5%	4.0%	1.0%
股权及投资基金	19.5%	41.0%	-6.8%	-3.6%
其他投资 (理财产品和信托)	3.4%	4.8%	6.2%	1.3%
净投资收益率	4.8%	3.5%	3.6%	2.0%

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

4. 估值和投资建议：目标价 79.96 HKD，增持

我们主要通过可比公司估值法对众安在线进行估值。没有采用 DCF 估值的原因是：1、众安在线业务处于快速扩张阶段。2、众安在线的产品结构正在发生快速转变，目前占比最大的退货运费险保费规模稳定，占比逐渐下降，而航旅生态、健康生态和汽车生态则是未来主要发展方向，未来公司的业务结构不确定性较大。3、据招股说明书，众安在线披露正在积极申请寿险业务牌照，业务结构可能发生非常大的变化。因此，我们认为可比公司估值法更为适用。

可比估值法

我们通过可比估值法对众安在线进行估值。考虑到众安在线的金融科技+互联网保险公司特性，单纯的财险公司或金融科技公司均不适合直接对比。我们采用港股上市产险公司（中国财险，2328.HK）和中概互联网公司、金融科技公司的 PB 倍数加权作为参照：考虑到众安科技从事的是纯金融科技业务，产险板块从事纯线上互联网保险业务，也存在较高科技成分，因此我们采用产险公司 PB(30%权重)和科技公司 PB 加权（70%权重）的方式进行整体估值。

表 21：选择中国财险作为可比财险公司，参考市净率 1.59 倍

港股财险可比公司		
代码	简称	市净率
2328.HK	中国财险	1.59

资料来源：wind，数据截止 2018 年 1 月 12 日收盘

表 22：选择中概互联网和金融科技公司作为可比科技公司，参考市净率为 7.38 倍

中概互联网可比公司		
代码	简称	市净率
BABA.N	阿里巴巴	9.76
BIDU.O	百度	5.35
0700.HK	腾讯	15.32
JD.O	京东	8.52
CTRP.O	携程	1.99
金融科技可比公司		
代码	简称	市净率
GWRE	Guidewire Software	5.90
QD.N	趣店	6.81
HX.O	和信贷	12.13
JT	简普科技（融360）	94.37
XRF.N	信而富	5.80
互联网、金融科技	平均值	7.95
	中位数	6.81
	平均值、中位数均值	7.38

注：PB 系数计算均值、中位数时剔除了显著异常值 91.28（简普科技）

数据来源：Wind，国泰君安证券研究，数据截止 2018 年 1 月 12 日收盘

由可比公司估值，取财险估值 PB 倍数 1.59，科技公司 PB 倍数 7.38 倍，

基于 3:7 权重, 可得众安在线的 PB 倍数为 5.64 倍, 对应 2018 年预测归母净资产 172.33 亿元 (加入 IPO 募资和超募资金后), 可得公司合理估值 972.4 亿元, 折合港币 1171.57 亿 (港币对人民币汇率以 0.83 计)。

表 23: 通过可比估值法, 可得众安在线整体估值为 1171.57 亿港元

财险公司 PB 倍数	x	权重	+	科技公司 PB 倍数	x	权重	=	财险业务 PB 倍数
1.59	x	30%	+	7.38	x	70%	=	5.64
众安在线 净资产 2018E	x			加权 PB				财险业务分部估值 (亿元)
172.33			x	5.64	=			972.40
众安在线 整体估值				HKDCNY=0.83	=			1171.57 亿港元

数据来源: 国泰君安证券研究

截止 2018 年 1 月 7 日, 众安在线已发行普通股数为 14.6981 亿股, 由此可得众安在线合理股价为 79.96 港币每股。

估值结果

通过可比估值法, 形成最终目标价 79.96 港币每股, 相对市场价 (截止 2018 年 1 月 15 日收盘价) 溢价 9.01%, 对应市值 1171.57 亿港元, 对应 2017-2019 年预测扣非利润/亏损: -6.02 亿元、-0.23 亿元和 4.56 亿元, 对应 2017-2019 年每股净资产分别为 11.74 元、11.72 元和 12.04 元, 市净率分别为 5.64 倍、5.64 倍和 5.50 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 24: 众安在线 2017-2019 年利润表预测 (单位: 百万元)

损益表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
保费业务收入	794.1	2,283.04	3,408.05	6,093.57	11,461.38	18,886.22
减: 分出保费	-7.26	-10.44	-39.63	-228.45	-429.69	-708.05
净保费收入	786.83	2,272.60	3,368.42	5,865.13	11,031.70	18,178.18
减: 提取未到期责任准备金	-74.65	-351.11	-143	-2,208.97	-3,790.94	-5,766.56
已赚保费	712.18	1,921.49	3,225.41	3,656.15	7,240.76	12,411.62
投资收益	80.06	520.68	98.62	512.066438	1312.05331	1681.57274
公允价值变动损益净额	9.91	40.61	41.84	41.84	41.84	41.84
其他业务收入	15.38	26.56	46.84	153.62	230.43	345.65
营业收入	817.54	2,509.34	3,412.72	4,363.68	8,825.07	14,480.67
财务费用	5.7	3.08	0.2	0	0	0
手续费及佣金支出	16.15	100.64	287.11	656.86	1,235.48	2,035.84
已发生净赔款	522.9	1,316.27	1,355.29	2,069.61	3,845.20	6,427.66
行政费用及其他营业支出	236.19	1,029.76	1,757.10	2,472.41	3,776.95	5,383.87
营业支出	780.95	2,449.75	3,399.70	5,198.88	8,857.63	13,847.37
营业利润	36.58	59.59	13.02	-835.20	-32.56	633.30
利润总额	36.58	59.59	13.02	-835.20	-32.56	633.30
所得税	-0.4	15.34	3.64	-233.50	-9.1	177.05
净利润	36.98	44.26	9.37	-601.7	-23.45	456.25
综合收益总额	41.08	113.31	-45.98	-601.7	-23.45	456.25

数据来源: 国泰君安证券研究

表 25: 众安在线 2017-2019 年资产负债表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	141.7	1374.9	1153.2	1550.9	3646.3	4824.7
按公允价值计入损益的金融资产	121.5	1321.4	1599.2	2150.7	5056.4	6690.5
买入返售金融资产	50.0	0.0	302.3	11417.5	955.8	1264.7
应收利息	23.5	98.3	136.8	184.0	432.7	572.5
应收保费	21.6	112.4	174.3	234.4	551.0	729.1
应收分保账款	0.5	14.8	10.8	14.6	34.3	45.3
再保险资产	5.0	7.9	24.1	32.4	76.2	100.8
可供出售金融资产	368.1	3556.8	3670.3	4935.9	11604.6	15354.8
证券投资-贷款及应收款项	408.3	1207.9	1707.7	2296.5	5399.2	7144.1
存出资本保证金	200.0	248.1	248.1	333.7	784.5	1038.1
于联营公司之权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产-物业及设备	10.7	14.6	53.7	72.1	169.6	224.4
无形资产	11.7	40.3	148.0	199.0	467.8	619.0
商誉	0.0	0.0	1.1	1.4	3.3	4.4
其他资产(特殊行业)	6.8	71.8	102.7	138.1	324.7	429.7
资产合计	1369.5	8069.2	9332.2	23561.2	29506.4	39042.0
卖出回购金融资产款	140.0	1.6	282.7	136.4	136.4	136.4
预收保费	1.1	16.5	61.6	122.7	122.7	122.7
应付分保账款	1.7	5.5	34.0	293.6	293.6	293.6
保户储金及投资款	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3
保险合同负债	123.0	616.2	797.3	3652.9	7443.9	13210.4
投资合同负债	0.0	1.6	573.1	178.1	363.0	644.2
递延所得税负债-非流动	1.0	39.3	24.5	0.0	0.0	0.0
其他负债	82.2	490.0	699.9	1920.4	3913.3	6944.9
负债合计	348.9	1170.8	2473.3	6304.4	12273.2	21352.4
股东权益	1020.6	6898.4	6859.0	17256.7	17233.3	17689.5

数据来源: 国泰君安证券研究

5. 风险提示

- 1、保费收入增速不及市场预期:** 若公司未来计划重点发展的车险、健康险等品种未能被消费者认可, 将会导致公司收入规模难以持续快速扩张。
- 2、保险科技业务迟迟难以盈利:** 若众安科技难以实现盈利, 前期大量研发投入将无法产生收入, 保险加科技双轮驱动的盈利模式将难以实现。
- 3、同重要的合作生态系统平台协作关系终止, 或合作成本大幅提升:** 合作生态平台是目前公司重要的产品销售渠道, 若渠道终止合作, 或提出大幅提升技术服务费率, 将会严重影响公司保险产品销售, 或大幅提升公司销售成本。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		