

06060.HK 众安在线

建议：申购

保险科技公司，用技术重新定义保险

2017年09月24日

招股数据

日期	2017.09.24
招股价(港元)	53.70-59.70
总股本(亿股)	14.40
发行后市值(亿港元)	773.24-859.63
每股净资产(元)	4.6
PB (IPO后)	10.52-11.20

数据来源：招股说明书

相关报告

投资要点

- **我们的观点：**众安在线凭借技术于不同消费场景开发以生态为导向的保险产品及相关解决方案，通过互联网进行在线承保和理赔服务，为中国最大的互联网保险公司。截至2017年3月31日，公司已连接超过190个生态合作伙伴，累计销售保单逾82亿份，服务约5.4亿名保单持有人及被保险人。众安在线依托股东背景优势，大力推动科技保险业务，在行业内聚集了口碑及操作经验。公司总保费收入2014-2016财年34.1亿元实现年复合增长率107.2%，公司处于业务发展的起步阶段，建议投资者申购。
- **用科技定义保险：**众安在线以场景为基础，设计并提供生态系统导向型保险产品及相关解决方案，将产品嵌入公司的生态系统合作伙伴的平台。公司主要围绕五个核心生态系统提供产品及解决方案，其中生活消费生态、消费金融生态及航旅生态为三个主要生态系统。公司现已开发覆盖多个平台的保险产品及相关解决方案，并通过自有渠道（如移动应用程序、网站、微信公众号及QQ公众号）分销该等产品。公司寻求与客户之间进行的交叉销售，最大化客户终身价值。
- **风险提示：**1) 中国保险行业竞争激烈，公司保费收入或不达预期；2) 公司收入主要来自于五大重要生态合作伙伴；3) 中国保险行业政策改变。

海外金融研究

分析师：

张忆东

兴业证券研究所副总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

张博

zhangboys@xyzq.com.cn

公司名称 众安在线财产保险股份有限公司

股票代码 6060.HK

招股截止时间 2017年9月21日

上市日期 2017年9月28日

发行股数(亿股) 1.99

--香港发售数(亿股) 0.10

--国际配售数(亿股) 1.89

发行后总股本(亿股) 14.40

发行价范围(港元/每股) 53.73-59.70

发行后市值(亿港元) 773.24-859.63

联席保荐人 摩根大通证券(远东)有限公司

联席账簿管理人 摩根大通证券(亚太)有限公司

会计师 罗兵咸永道会计师事务所



报告正文

众安在线——保险科技公司，用技术重新定义保险

● 公司简介

众安在线财产保险股份有限公司（简称：“众安在线”）成立于 2013 年 11 月。公司总部位于上海，公司凭借技术于不同消费场景开发以生态为导向的保险产品及相关解决方案，通过互联网进行在线承保和理赔服务，为中国最大的互联网保险公司。截至 2017 年 3 月 31 日，公司已连接超过 190 个生态合作伙伴，累计销售保单逾 82 亿份，服务约 5.4 亿名保单持有人及被保险人。

表 1、公司发展历程

年份	事件
2013 年 11 月	公司开始营运
2014 年 3 月	“短期健康及意外保险”获批
2014 年 4 月	自营技术平台「无界山」上线
2014 年 11 月	双十一购物节一周内售出的保单总数达创纪录的约 1 亿份
2015 年 5 月	“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”获批
2015 年 6 月	完成首次公开发售前投资，募得人民币 57.75 亿元
2015 年 11 月	发布首个互联网至线下车险及保养品牌保霸车险
2016 年 4 月	发布宝贝计划，将消费金融平台与金融机构合作伙伴连接起来
2016 年 5 月	众安信息技术服务有限公司获保监会批准注册成立
2016 年 8 月	发布医疗保险产品尊享 e 生
2016 年 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；
2016 年 12 月	截至 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 项保监会批准的保险产品条款

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

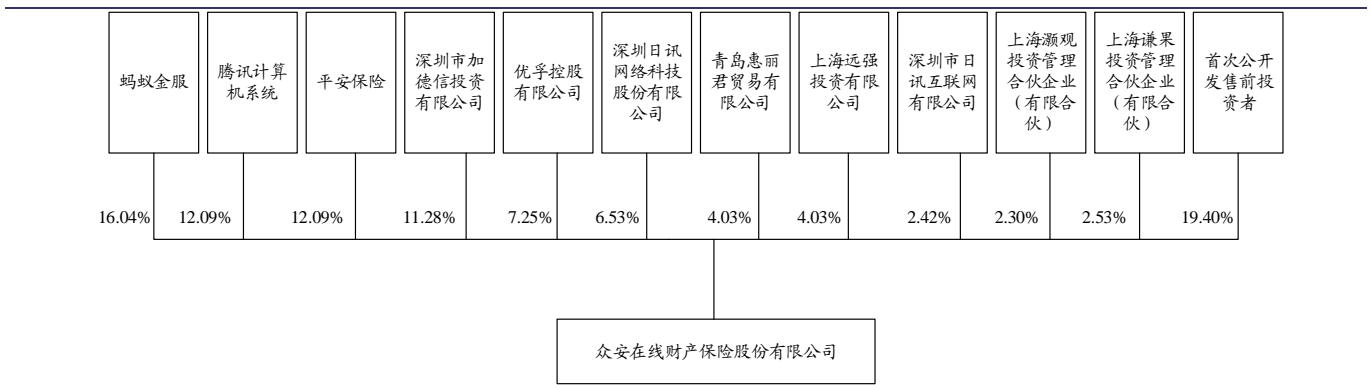
● 公司管理层及股权架构

公司董事会由 13 名董事组成，其中包括 2 名执行董事、6 名非执行董事及 5 名独立非执行董事。

欧亚平先生自 2013 年 11 月起出任公司董事长，负责整体战略规划及业务方向，亦是执行董事及提名薪酬委员会成员。陈劲先生任公司执行董事兼首席执行官，投资决策委员会主席，负责整体管理及监督本公司日常运营。

公司上市前，蚂蚁金服、腾讯计算机系统和平安保险将分别持有众安在线 16.04%、12.09% 和 12.09% 之股权，三家公司共持有公司 40.22% 的股权。

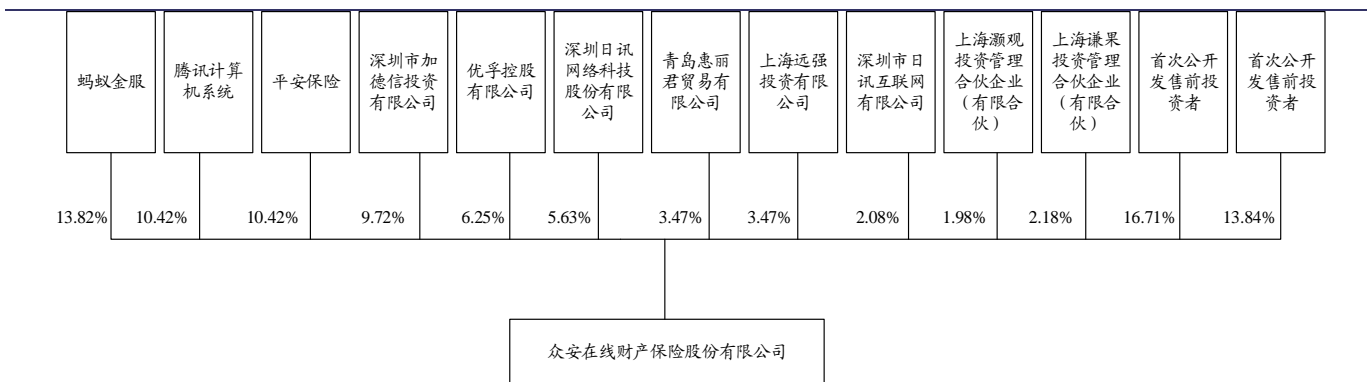
图 1、众安在线上市前股权架构



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

公司上市后，蚂蚁金服、腾讯计算机系统和平安保险将分别持有众安在线 13.82%、10.42% 和 10.42% 的股权，三家公司共持有 34.66% 的股权。其股东和实际控制人身份并不因为公司上市而发生变化。

图 2、众安在线上市后股权架构

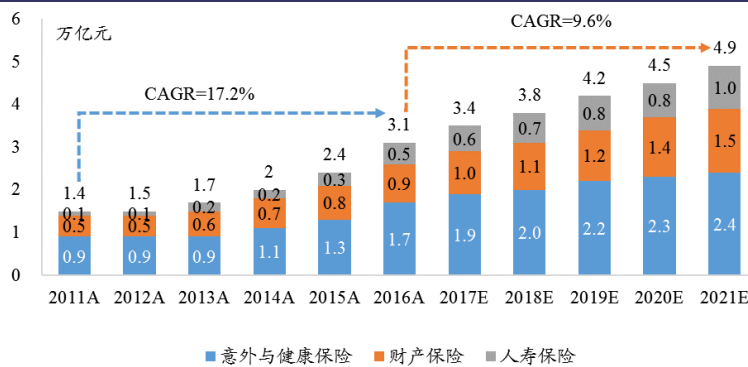


资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

● 中国保险行业概况

中国保费收入增长迅速。中国保险行业总保费从 2011 年的 1.4 万亿元增至 2016 年的 3.1 万亿元，实现年复合增长率为 17.2%，以总保费金额计，2016 年中国保险市场规模为世界第二。根据招股说明书，中国保险市场的总保费将会由 2016 年的约人民币 3.1 万亿元增长至 2021 年的约人民币 4.9 万亿元，仍将维持复合年增长率为 9.6%，市场潜力大。而财产保险总规模也将有 2016 年的 0.9 万亿元增加至 2021 年的 1.5 万亿元。

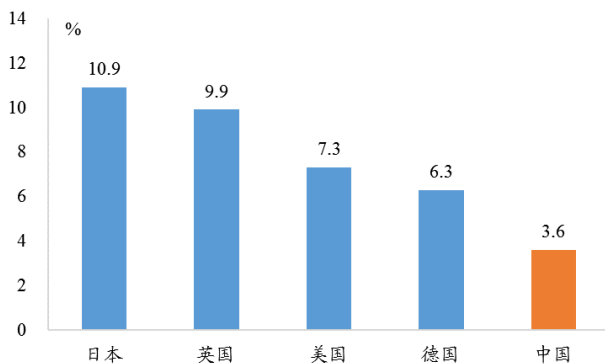
图 3、中国保险市场保费规模



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

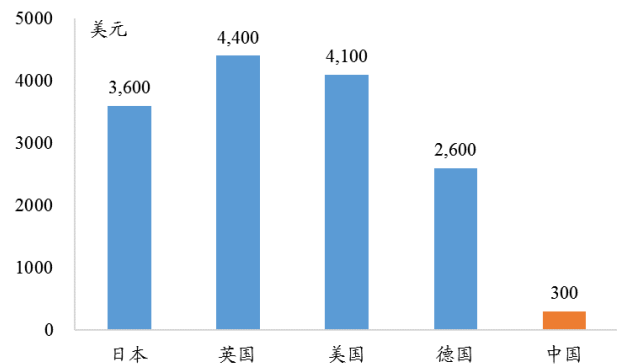
中国保险深度及密度仍有提升空间。根据招股说明书，中国的保险深度及密度仍远低于发达国家。保费深度指一个国家保费收入占国内生产总值的比率。2015年，中国保费深度为3.6%，而日本、英国、美国及德国分别为10.9%、9.9%、7.3%及6.3%。保费密度指人均保险费额。2015年，中国保险密度仅为300美元，而日本、英国、美国及德国分别为3,600美元、4,400美元、4,100美元及2,600美元。根据2014年颁布的《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，到2020年，中国总保费对国内生产总值比率以及人均总保费的目标为5%及3,500元人民币。

图 4、2015 年各国保险深度



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 5、2015 年各国保险密度



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

为了促进保险行业发展，中国政府先后出台了“国十条”、“新国十条”等政策促进保险业改革。

表 2、中国保险业政策

时间	文件或事件	主要内容
2016.1	风险为导向的偿付能力体系生效	偿二代体系建立
2006.6	《国务院关于保险业改革发展的若干意见》	建设一个市场体系完善、服务领域广泛、经营诚信规范、偿付能力充足、综合竞争力较强，发展速度、质量和效益相统一的现代保险业。
2016.8	《中国保险业发展“十三五”规划纲要》	到 2020 年，全国保费收入争取达到 4.5 万亿元，保险深度达到 5%，保险密度达到 3500 元/人，保险总资产达到 25 万亿元。
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：招股说明书，兴业证券研究所

2017年5月，中国人民银行金融科技委员会的成立也标志着中国金融业将在未来持续运用技术手段促进行业发展。中国保险科技市场可主要分为网上销售、技术驱动升级及生态系统导向的创新三个部分。

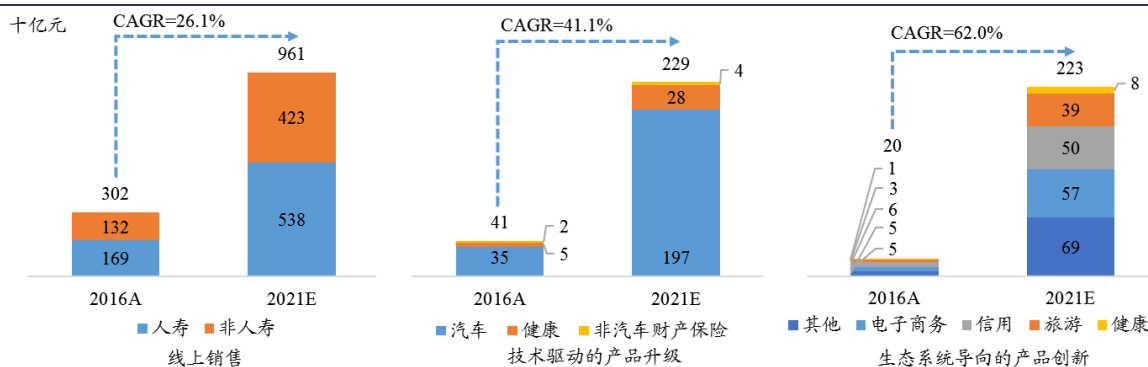
网上销售即保险公司透过网络或移动渠道销售传统保险产品，以高效及节约成本效益的方式接触长尾客户，并为客户提供优化体验。

技术驱动升级即利用技术让现有保险产品更具针对性、定制化及动态化。保险公司正使用技术收集及分析大量的用户及交易数据，帮助保险公司管理相关风险及优化经营及理赔效率。

生态系统导向创新即凭借数据分析来满足已在多个生态系统中出现的先前未能满足的保险需求，如电子商务、航旅及健康等生态系统。保险减少了网上消费的风险，减少了买卖双方的纠纷频率，改善了交易体验，进而鼓励了消费者的消费行为。而相关生态系统的消费增加从而产生了更多保险销量，形成了良性循环。

根据招股说明书报告，中国保险科技市场的总保费预计将由2016年的3,630亿元增长至2021年的14,130亿元，年复合增长率为31.2%，高于行业保费增长年复合增长率21.6个百分点。其中，以生态系统导向的产品创新预期以复合年增长率62.0%的水平高速增长，网上销售及技术驱动的产品升级部分增速分别为26.1%及41.1%。

图 6、2016 及 2021 年中国保险科技市场保费收入预测



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

● 众安在线主要业务介绍

众安在线以场景为基础，设计并提供生态系统导向型保险产品及解决方案，将产品嵌入公司的生态系统合作伙伴的平台，客户可在消费场景中享受简单保险体验。公司主要围绕五个核心生态系统提供产品及解决方案，其中生活消费生态、消费金融生态及航旅生态为三个主要生态系统。

另外，公司还通过与生态系统合作伙伴的合作累积宝贵的客户数据，根据对客户

行为的深入及全面了解以开发创新产品及解决方案，提供更具弹性的定价、自动处理索赔并确保有效的风险管理。较早开始积累数据和经验以及逐渐形成规模效应将会使公司继续保持行业领先地位。

生活消费生态指公司能够识别客户于电子商务及电子产品相关的消费场景中的保障需求。公司与中国的电子商务平台（如淘宝及微店）合作，就有关交易的产质量、物流及安全性的风险提供保险产品。公司亦与领先的电子产品制造商（如小米），为手机及其他智能装置等消费电子产品提供意外损坏及维修服务保险。

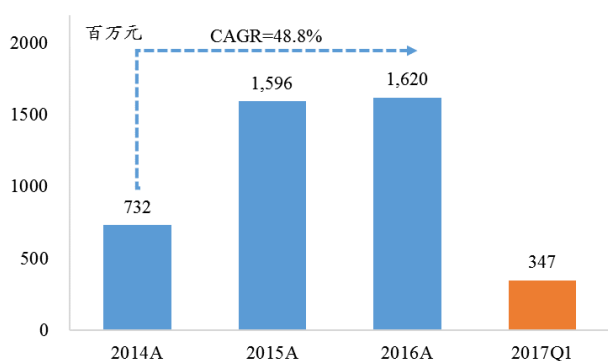
表 3、生活消费生态产品

发布时间	产品	介绍
2013 年 11 月	退货运费险	于淘宝和天猫推出，分卖家和买家两种版本，价格介乎 0.15-3.3 元和 0.2-9.9 元，理赔时间小于 72 小时。
2016 年 10 月	任性退	合作电子商务平台上的客户均可免费获得最多 3 公斤的退货运费服务。每月保费为 9.9 元，可自动续期。亦与物流服务供应商合作，于申请理赔两小时内提供上门取件及派件服务。
2013 年 11 月	商家保证金保险	提供保险解决方案以减少卖家在天猫和淘宝支付的保证金。保费远低于保证金。
2014 年 7 月 2016 年 6 月	手机意外险及手机碎屏险	代理商有小米、乐尚等，均单保费 50.2 元，客户可选择现场维修、免费上门服务或免费自行投递至指定处理中心。
N/A	极有家家装保险、无人机意外险、账户安全险及摩拜电商平台责任险	提供创新产品及增值解决方案

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

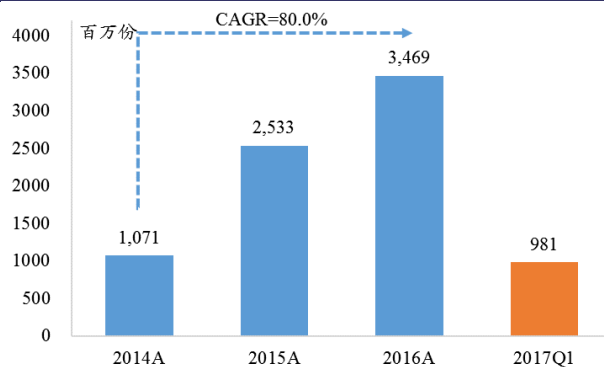
公司生活消费生态系统业务增长迅速。生活消费生态总保费从 2014 财年的 7.3 亿元增加到了 2016 年的 16.2 亿元，实现年复合增长率 48.8%，2017 财年第一季度公司生活消费生态总保费 3.5 亿元。保单数从 2014 财年的 10.7 亿份增长到了 2016 财年的 34.7 亿份，年复合增长率为 80.0%，2017 财年第一季度该数字为 9.8 亿份。

图 7、公司生活消费生态总保费收入



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 8、公司生活消费生态保单数



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

消费金融生态是指公司提供保险产品及解决方案，使资金提供方免受违约损害，并促进包括招财宝及小赢理财等在内的互联网融资平台上的消费者借贷及消费。公司亦满足包括中国电信及蘑菇街等在内的不具备消费金融能力的其他平台上的消费者融资需求。

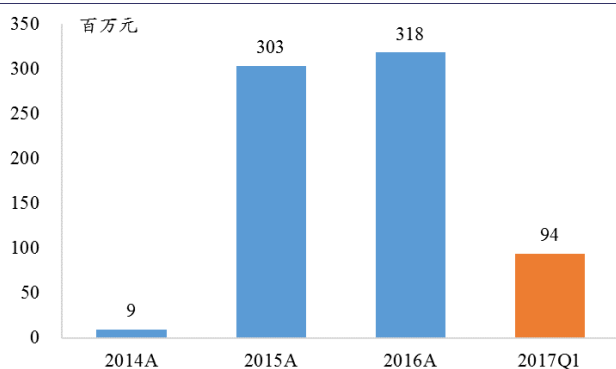
表 4、消费金融生态产品

发布时间	产品	介绍
2016 年 4 月	保贝计划	提供信用保证保险增强客户信誉以及向金融机构合作伙伴借入资金。已与 50 名消费金融服务提供商（如小赢理财和分期乐等）以及 20 名资金提供商订立协议
2017 年 6 月	马上花	提供互联网线下消费融资服务，场景系统包括蘑菇街、寺库及春秋航空等
N/A	速贷宝、花豹	消费金融服务创新产品

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

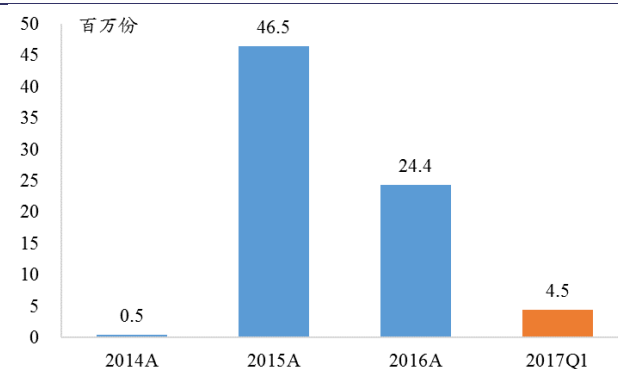
2015 和 2016 财年，公司消费金融生态总保费分别为 3.0 亿元和 3.2 亿元，但是公司总保单数从 2015 财年的 4.7 亿份下降到 2016 财年的 2.4 亿份。据此推算，公司 2015 及 2016 财年年均保费分别为 6.52 元和 13.03 元，而 2017 财年第一季度年均保费为 20.89 元，较 2016 年末提升了 60.3%。

图 9、公司消费金融生态总保费收入



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 10、公司消费金融生态总保单数



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

健康生态是指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，运用了较多的互联网技术。公司亦提供增值服务，以提高个人健康意识，激励客户管理健康状况。公司已与医院、研究机构医疗设备制造商（如欧姆龙）、互联网医疗平台（如微医）、互联网医疗论坛、医药公司及分销商建立伙伴关系。

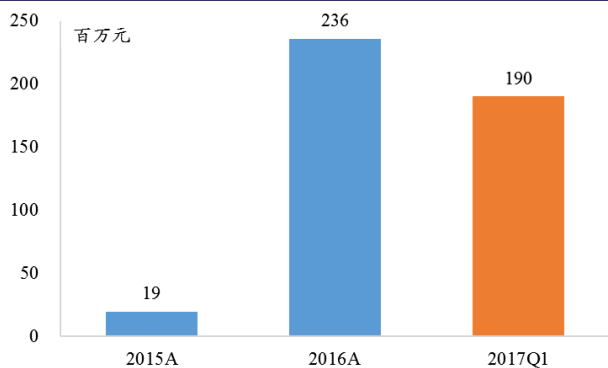
表 5、健康生态产品

发布时间	产品	介绍
2016 年 8 月	尊享 e 生	个人健康险，提供医疗保障和医疗福利，客户介于 30-60 岁，年保费约 450 元/人
2015 年	健康团险计划	客户为企业雇员，报销医疗保健支出，可电子理赔
2015 年 8 月	步步保	基于互联网的健康管理计划，提供定制化的主要疾病健康保障。通过合作伙伴（如小米、乐动力及微信）检测追踪客户实际运动量动态调整保费，月保费范围为 7.4-238.8 元，目标客户 18-55 岁。
2015 年 11 月	糖小贝	个人健康险，大数据智能医疗保险产品，年保费 996 元，针对有糖尿病的客户，通过腾爱糖大夫平台提供血糖仪跟踪客户血糖水平。
N/A	肠命百岁、家庭守护互联网医院门诊险、儿童综合保险	多为自有平台销售

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

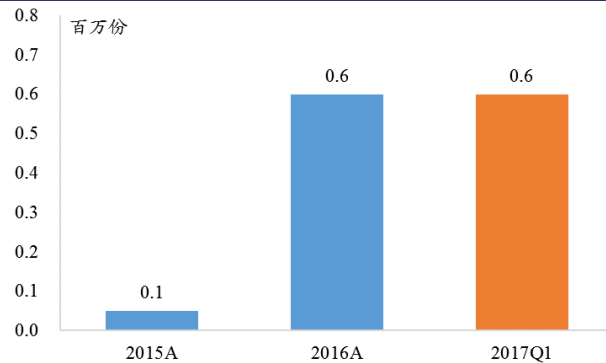
公司 2016 财年健康生态总保费为 2.4 亿元，而 2017 财年第一季度总保费就达到 1.9 亿元，总保单数量更是接近上半年全年规模，预计公司 2017 财年健康生态总保费将会出现跨越式提升。

图 11、公司健康生态总保费收入



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 12、公司健康生态保险产品数



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

汽车生态即公司就车辆损坏、人身伤亡及车辆失窃提供保险产品。自 2015 年 1 起，公司与平安保险（公司的股东及中国一家保险公司）联合推出保霸车险。截至目前，公司已取得在中国 18 个地区（覆盖大部分的中国车险市场）承保车险的许可证，而截至 2016 年 12 月 31 日公司仅拥有六个地区的许可证。

表 6、汽车生态产品

发布时间	产品	介绍
2015 年 11 月	保霸车险	保费 2,500 元/辆，通常为一年，公司与平安保险根据合作协议按 30%对 70%的基准拆分保费及开支，拟扩展与平安的合作，扩张业务地区，另外已与滴滴、小米和微信等建立合作分销。

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

航旅生态即公司针对因旅行产生的各类风险，如旅行意外、航班延误及航班取消，提供保障。自 2015 年起，公司与携程合作提供航班延误险。公司自此扩展至与其他主要互联网旅游代理、航空公司及线下旅游代理合作。

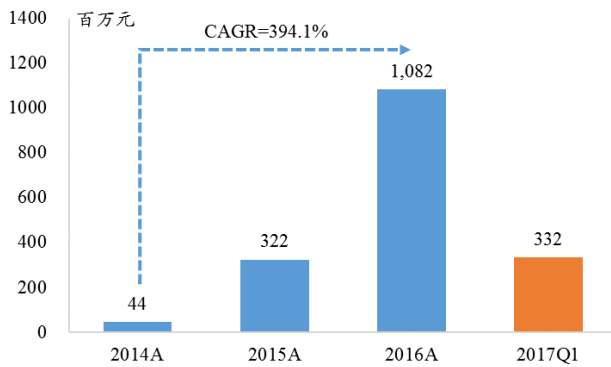
表 7、航旅生态产品

发布时间	产品	介绍
2015 年 1 月	航意航延险	与携程、飞猪及同程网合作，另外推出航班延误险年卡，提供一年内多次保障，自动赔付。
N/A	火车意外险、酒店取消险、机票改退险	代理销售或其他

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

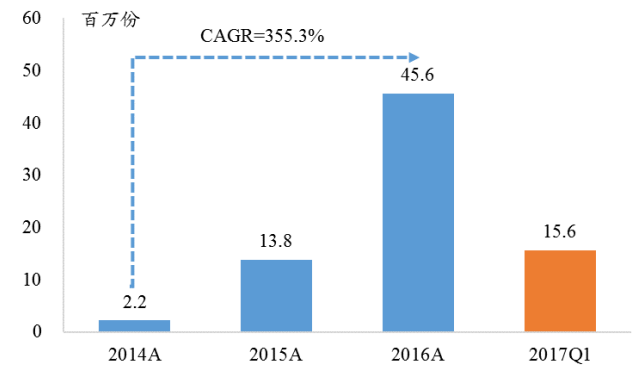
从总保费收入来看，公司航旅生态保费收入从 2014 财年的 0.4 亿元增长到了 2016 财年的 10.8 亿元，年复合增长率为 394%，2017 财年第一季度公司航旅生态总保费为 3.3 亿元。从总保单数量来看，2014-2016 财年的年复合增长率高达 355%，达到了 0.5 亿份，2017 财年第一季度为 0.2 亿份。

图 13、2014 财年起航旅生态总保费收入



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 14、2014 财年起航旅生态保险产品数



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

公司将保险产品嵌入到生态系统合作伙伴的平台中，向该等平台的用户出售保险，生态系统合作伙伴收取手续费及佣金或技术服务费因服务类型而异，其中包括产品开发、账户安全管理、系统维护及升级，以及软件支持。公司进入各个生态系统时会首先与其中领先的合作伙伴合作，并逐步扩大产品种类，建立成熟的关系后，公司将结合经验将合作扩展至其他生态系统合作伙伴（包括该等较细、更专门或线下参与者）。此外，公司还通过保险代理人出售若干保险产品。

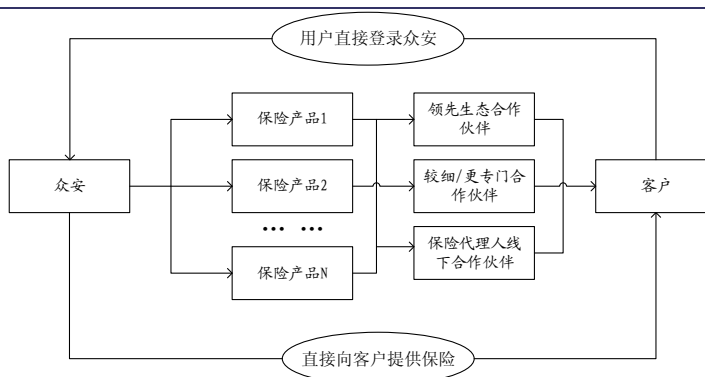
表 8、公司生态合作伙伴

合作公司	收费定价机制	延期及续费
阿里巴巴、蚂蚁金服及其附属公司	就蚂蚁金服于其平台或阿里巴巴平台提供的技术及咨询服务支付技术服务费。技术服务费按总保费的固定百分比收取，费率因产品而异	互联网平台协议：提供保险产品，通常为一年或两年。 互联网平台合作框架协议：无具体定价条款及续期条文，自上市日期起为期三年。
携程及其附属公司	手续费及佣金以及技术服务费乃按总保费的固定百分比收取，费率因产品而异	协议期限为一年或 14 个月，自 2017 年 7 月 1 日或 2017 年 5 月 1 日起，可每年自动续期一次或可额外续期一年。
小赢理财及其附属公司	技术服务费按总保费的固定百分比收取，费率因产品而异	与小赢理财的战略协议期限为一年，自 2016 年 3 月 31 日起，可每年自动续期，并已于 2017 年 3 月重续。
分期乐	不适用	协议为期两或三年，各自均于 2019 年届满。
小米	手续费及佣金乃按总保费的固定百分比收取，费率因产品而异	合作协议期限为三年，自 2016 年 5 月 1 日至 2019 年 4 月 30 日起，可于届满前自动续期一年，最多自动续期两次的限制。
i 云保	技术服务费乃按总保费的某一固定百分比收取，费率根据不同产品而各有不同	协议期限为一年，自 2016 年 5 月 10 日起，可每年自动续期，最多两次，已于 2017 年 5 月续新。

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

自有平台销售。公司现已开发覆盖多个平台的保险产品及解决方案，并通过自有渠道（如移动应用程序、网站、微信公众号及 QQ 公众号）分销该等产品。公司寻求与客户之间进行的交叉销售，最大化客户终身价值。

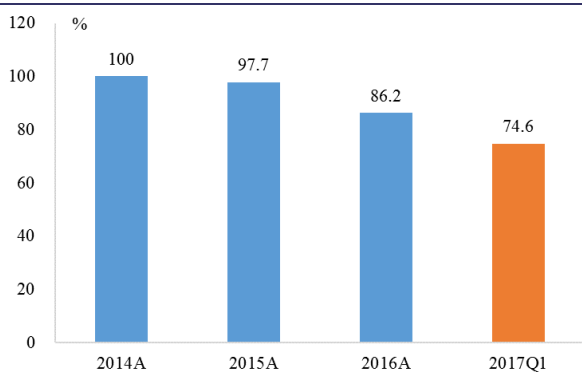
图 15、众安保险生态反馈示意图



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

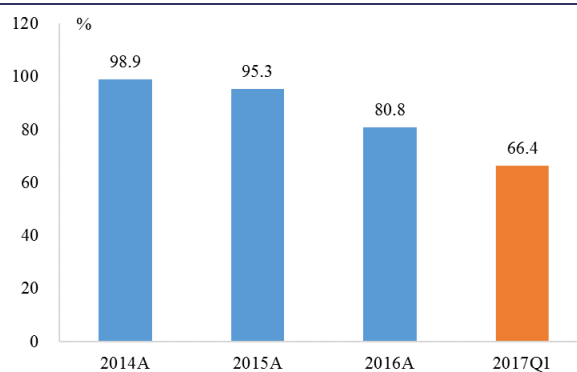
就各产品类别而言，公司依赖少数生态系统合作伙伴产生大部份的总保费，但这一情况逐渐减弱。2014年、2015年及2016年以及2017年第一季度，来自或通过生态系统合作伙伴平台售出的保险产品分别占同期总保费的100.0%、97.7%、86.2%及74.6%，呈逐渐下降趋势；而按总保费贡献计，来自或通过五大生态系统合作伙伴群平台销售所得的总保费分别占同期总保费的98.9%、95.3%、80.8%及66.4%，以呈逐年下降趋势。

图 16、公司生态系统合作平台保险产品保费占比



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 17、公司生态系统合作平台销售保费占比

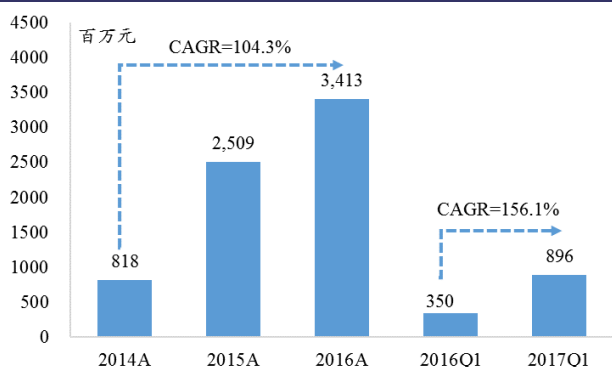


资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

● 财务数据

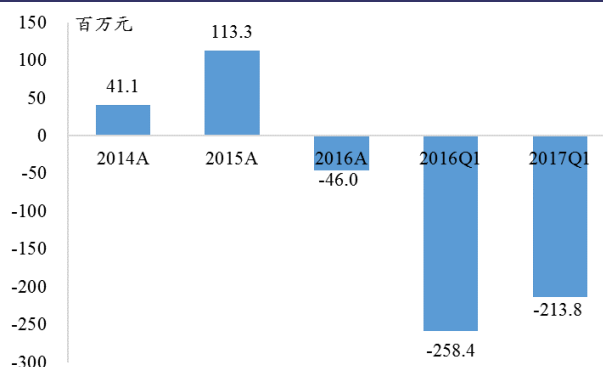
公司2017财年第一季度实现营业收入8.96亿元，同比增长156.1%。2016财年，公司实现营业收入34.1亿元，同比提升36.0%。2014-2016财年，公司实现营业收入年复合增长率为104.3%，增长迅速。在归属股东净利润方面，2017Q1，由于公司健康险及意外险产品销售增长带来手续费及佣金费用同比提升159.0%及由于规模扩张导致的行政开支同比提升173.7%以及公司IPO带来的开支大幅提升，公司于2017Q1实现净亏损人民币2.1亿元，较2016Q1减少了20.9%。

图 18、公司营业收入



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

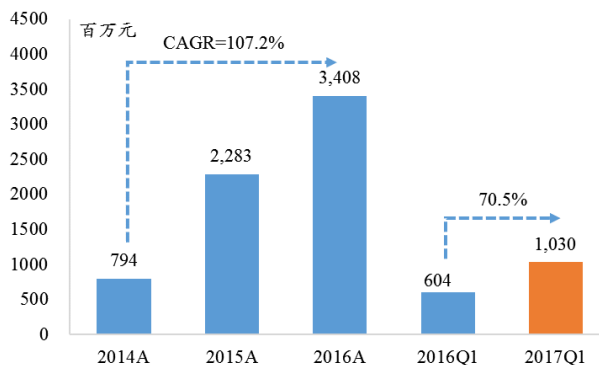
图 19、公司归属股东净利润



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

公司总保费收入从 2014 财年 7.94 亿元增长到 2016 财年 34.1 亿元，年复合增长率为 107.2%，2017 财年第一季度总保费收入为 10.3 亿元，同比增长 70.5%。

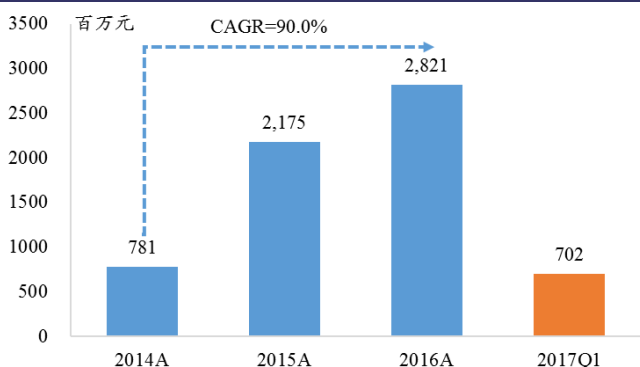
图 20、公司总保费收入



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

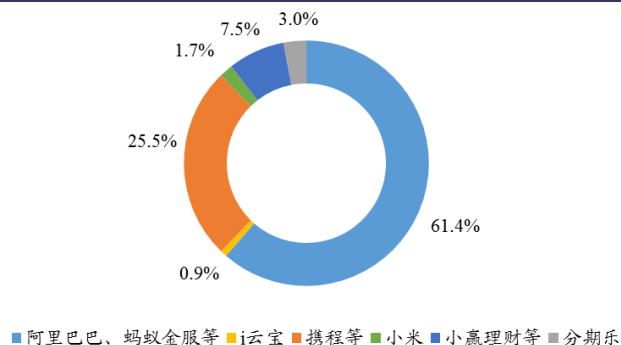
公司来自生态合作伙伴群的总保费收入增长明显，从 2014 财年的 7.8 亿元增长到了 2016 财年的 28.2 亿元，年复合增长率为 90.0%，2017 财年第一季度该数字为 7.0 亿元。从总保费收入在各生态合作伙伴之间的分布来看，主要来自阿里巴巴、蚂蚁金服及其附属公司，2017 财年第一季度阿里巴巴、蚂蚁金服等总保费收入为 4.31 亿元，占比 61.4%，来自携程及其附属公司的保费收入为 17.9 亿元，占比 25.5%，小赢理财及其附属公司和分期乐保费收入占比分别为 7.51% 和 3.01%。

图 21、公司来自生态合作伙伴的总保费收入



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

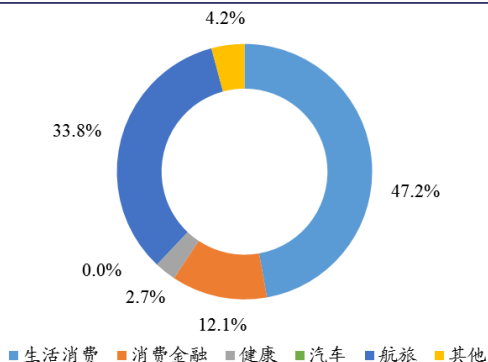
图 22、2017 财年第一季度总保费收入分布



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

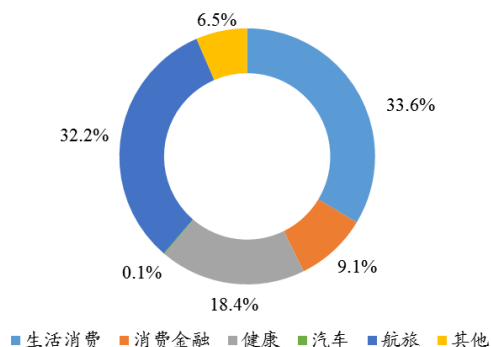
2016 年第一季度，公司生活消费生态保费收入占比为 47.2%，航旅生态和消费金融生态占比分别为 33.8%和 12.1%，健康生态占比仅为 2.7%。2017 财年第一季度，公司总保费收入中生活消费生态保费收入占比为 33.6%，航旅生态占比 32.2%，健康生态和消费金融生态分别占比 18.5%和 9.1%。2017 财年第一季度健康生态保费收入占比增加了约 15.8 个百分点，成为了超过消费金融生态成为第三大收入来源。

图 23、2016 财年第一季度公司保费收入构成



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

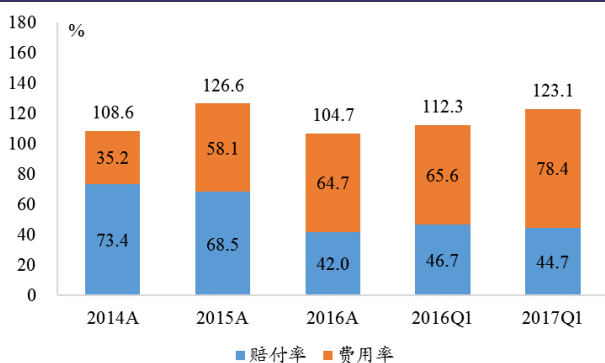
图 24、2017 财年第一季度公司保费收入构成



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

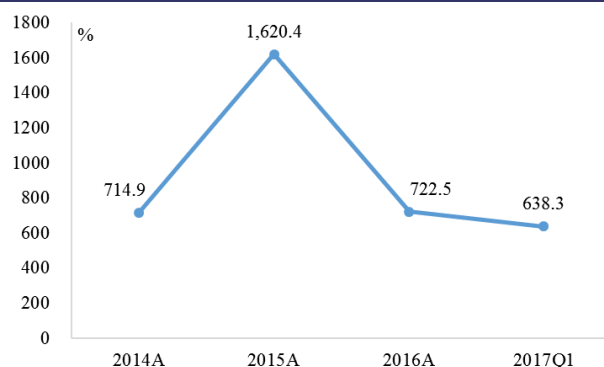
公司财务稳健，综合偿付能力充足率较高。自 2014 年以来，由于产品结构改变，公司保险费用率逐渐提高，赔付率呈下降趋势。2017 财年第一季度公司综合成本率为 123.1%，其中，费用率为 78.4%，赔付率为 44.7%。公司偿付能力充足。由于公司于 2015 年 6 月发行新股份产生所得款项 57.8 亿元人民币，导致偿付能力充足率大幅提升至 1620.4%。而 2016 年，由于公司法定最低资本增加，公司偿付能力充足率降低至 722.5%。2017 财年第一季度，公司综合偿付能力充足率为 638.3%。

图 25、公司综合成本率



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

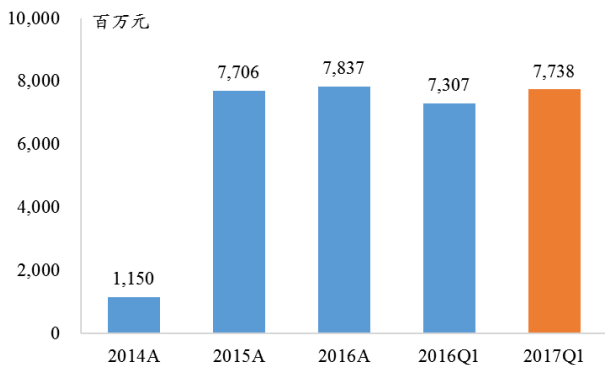
图 26、公司综合偿付能力充足率



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

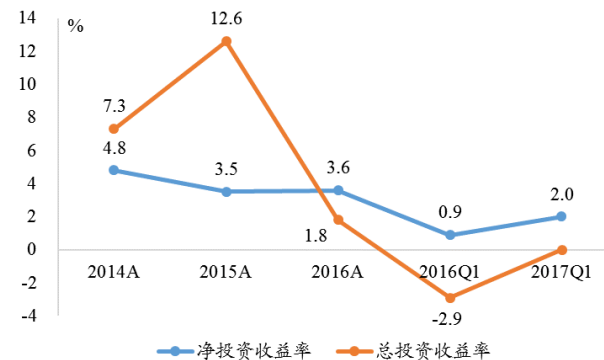
2015 年以来公司投资资产规模较为稳定。2017 财年第一季度，公司投资资产总规模为 77.4 亿元，同比增长 5.9%。2016 财年，公司实现净投资收益率为 3.6%，总投资收益率为 1.8%；2017 财年第一季度净投资收益率为 2.0%，同比增长 1.1 个百分点，总投资收益率同比增长 2.9 个百分点。

图 27、公司投资资产规模



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

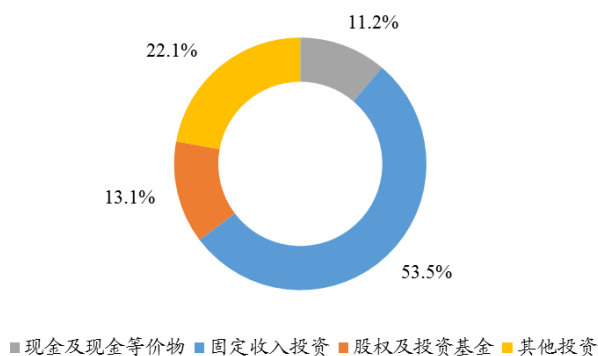
图 28、公司投资收益率



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

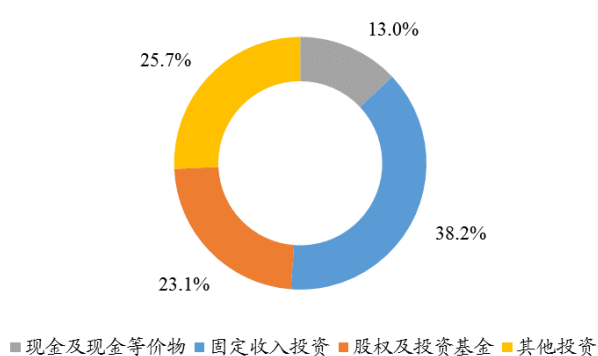
从投资资产的构成来看，公司固定收入投资占比最大，但是股权及投资基金配置增加。2016 财年第一季度，投资资产中固定收入投资占比过半，为 53.5%，股权及投资基金和现金及现金等价物占比分别为 13.1%和 11.2%。2017 财年第一季度，公司固定收入投资占比为 38.2%，股权及投资基金和现金及现金等价物占比分别为 23.1%和 13.0%，股权及投资基金占比同比提高了 10 个百分点。

图 29、2016 财年第一季度投资资产构成



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

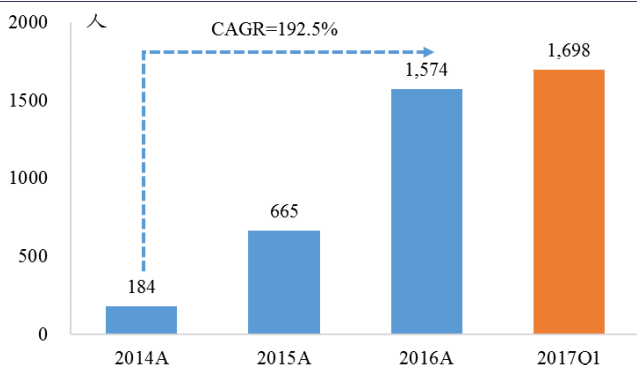
图 30、2017 财年第一季度投资资产构成



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

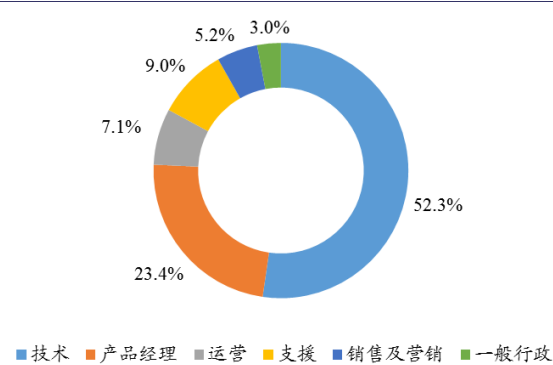
公司人力资源增长迅速，员工以技术人员为主。公司雇员人数从 2014 财年的 184 人增长到了 2016 财年的 1,574 人，年复合增长率为 192.5%。2017 财年第一季度，公司雇员人数为 1,698 人，较上年底增长了 124 人。公司人员组成中以技术人员为主，2017 财年第一季度技术人员数量为 888 人，占总人数的 55.3%，其次是产品经理，占比 23.4%，公司科技金融特色明显。

图 31、公司历年雇员人数



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 32、公司 2017 财年第一季度职工构成



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

● 公司未来经营策略

公司旨在透过开发连接生态系统及应用尖端技术重新定义保险。公司计划实施下列经营策略。

进一步增长公司的客户基础及总保费：公司寻求通过实施多种精准营销、品牌计划以及通过公司的自有平台深入公司以客户为中心的服务来扩展客户基础及增长总保费。

增加客户量：公司计划继续与公司生态系统合作伙伴合作以进一步增加客户量。公司寻求战略性部署营销活动，以接触潜在客户，并通过创新产品类别及准确客户剖析促进付费客户的转化。公司拟继续透过更好的了解客户需求并增强公司数

据分析能力提升公司品牌的认知度及客户忠诚度。公司亦拟进一步提高公司的客户服务效率及公司平台的功能，以提升客户体验及提高客户忠诚度。

提高客户价值：通过增加平均每份保单的保费及每名客户的年均保费以最终最大化客户终身价值。公司计划使用大数据分析能力改进公司的定价及调整产品特征，以提高公司的盈利能力。

着重消费金融、健康和汽车生态的发展：未来数年，公司计划专注于进一步渗透消费金融、健康和汽车生态，旨在该等生态系统实现显著的总保费增长，在生活消费及旅游生态系统则维持温和增长。公司还将继续专注于往绩记录期利润率较高的生态系统，即健康及消费金融生态。

扩展及优化产品组合：公司尝试透过扩充及优化产品组合来提高公司的盈利能力。继续开发创新产品及解决方案并提升现有的产品及解决方案。透过利用公司于三个核心生态系统取得的成功经验，即生活消费生态、消费金融生态及航旅生态，公司能够很好地开发可扩展及可复制的运营模式。

链接小型生态合作伙伴，控制成本：公司目标为通过场景设定扩充公司的产品组合，以超越传统保险，使公司能够触达客户的日常生活。公司拟连接更小的生态系统合作伙伴。此外，公司将透过增加广告开支以及提供可用于不同平台的产品，进一步推动公司自有平台的销售。例如，公司正在扩展马上飞产品，以涵盖客户航旅相关的广泛需求。基于公司的营运经验，公司认为，透过公司的自有平台销售及透过与更小的生态系统合作伙伴合作进行销售一般会产生占总保费百分比比较少的开支。公司亦计划侧重对手续费及佣金以及技术服务费的成本控制。从中长期而言，公司旨在将综合成本率降至 100% 以下及实现承保盈利。

申请寿险产品牌照：此外，公司现时正在申请牌照，以提供寿险产品。公司相信随着公司积累更多的经验及数据，公司将能够为多种新的风险提供创新型的解决方案，而不产生大笔额外成本。公司亦计划利用公司的自有平台进行开发并提供综合金融服务。

专注金融科技研发，提高大数据分析能力：于 2016 年 7 月，公司注册成立众安科技，其专注于金融科技研发，以及将有关技术解决方案输出及变现，包括人工智能及区块链。公司计划继续在公司的业务营运中扩展使用区块链并连接中国不同行业的其他企业。公司认为其将有益于公司加快及精简新客户注册程序，实施自动化承保及理赔结算，提高欺诈检测及定价效率，减少行政开支及保障客户数据隐私。公司计划进一步开发并提高公司的大数据分析能力并完善有助公司精准营销的用户剖析。基于该方法，公司计划为消费金融保险建立及维持一份高质量客户的预批名单。公司亦拟进一步投资云端基础设施，以提高系统效率及稳定性。结合公司的大数据分析能力的提高及庞大的客户群，公司坚信公司能够在保险价值链的每个环节为客户及生态系统合作伙伴创造更多的价值。

加强和生态系统合作伙伴的合作：公司将继续与公司的生态系统合作伙伴合作，

开发新的产品。公司寻求透过与多个渠道的合作关系以及通过公司的自有平台扩展公司的分销能力。公司亦计划加深与小型生态系统合作伙伴的合作。具体而言，公司计划透过 API 向小型生态系统合作伙伴提供标准产品及服务。透过向其提供相关技术支持，公司预期能在与小型生态系统合作伙伴的合作中享受较低的手续费及佣金以及技术服务费。此外，公司拟与更多的公司合作，并透过互联网线下活动、物联网及车联网扩展至互联网以外。公司的目标是继续提高公司的核心竞争力，巩固公司的领导地位及对潜在竞争对手建立进入壁垒。

探索收购及合作机会：公司亦将审慎探索投资、收购及业务合作的机会，并将考虑对公司现有营运有补充或增强作用，及对公司长期目标具有战略性益处的机会。

● 行业内公司对比

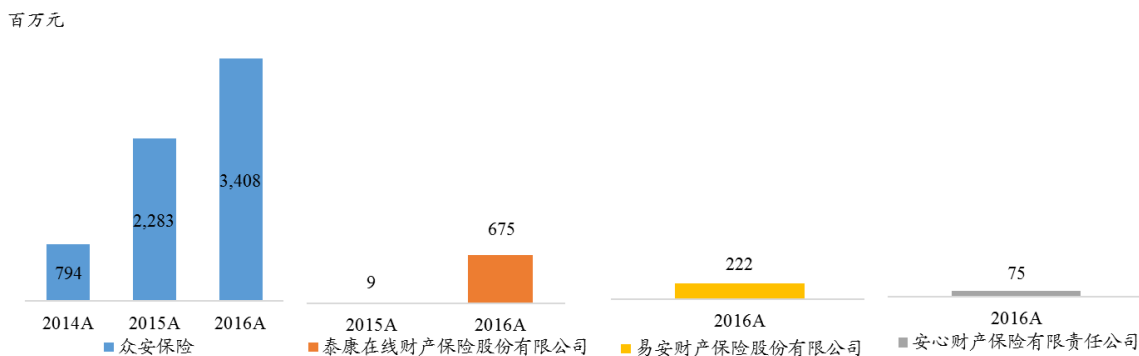
众安保险、泰康在线、易安财险和安心财险为 4 家纯互联网保险公司。众安保险于 2013 年 10 月率先取得互联网保险执照，较其他三间公司任何一间早两年以上。根据招股说明书报告，按总保费计量，2016 年众安于中国保险科技市场的市场份额为 0.9%，按总保费计，众安保险亦为该四间公司中规模最大的市场参与者，按 2015 年中国互联网非车险财产及意外保险的总保费计，公司占有最大的市场份额，达到 44%。

表 9、公司生态合作伙伴

获批时间	互联网保险公司	合作公司
2013 年 10 月	众安保险	阿里巴巴、携程、中国平安
2015 年 11 月	泰康在线	泰康保险集团、丁香园
2016 年 2 月	易安财险	银之杰（一家金融科技公司）
2015 年 12 月	安心财险	弘安在线（一家金融科技公司）

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 33、中国科技保险公司保费对比

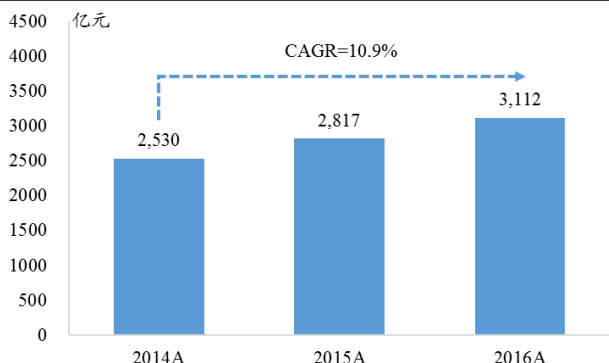


资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

对比传统保险公司中国财险，众安保险保费收入规模较小，但增长速度极快。2016

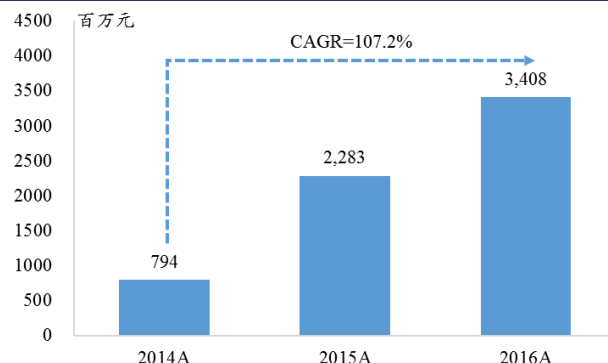
财年中国财险保费收入为 3,112 亿元，2014-2016 年实现复合增长率为 10.9%。而同时期众安保险的总保费收入年复合增长率为 107.2%，增长迅速。

图 34、2014-2016 财年中国财险总保费收入



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

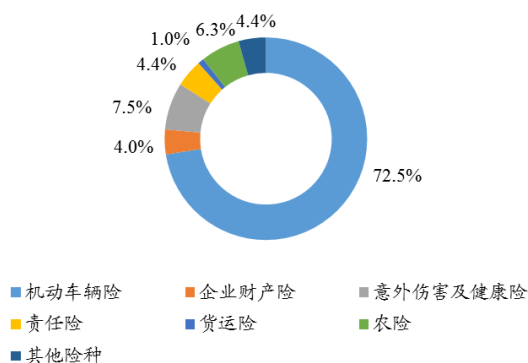
图 35、2014-2016 财年众安保险总保费收入



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

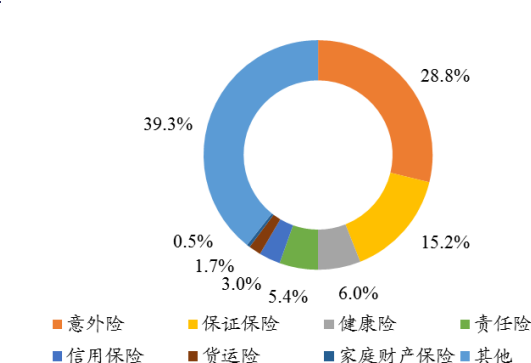
从产品结构来看，2016 年中国财险保费收入中 72.5% 来自机动车辆险。同期，众安保险保费主要来自意外险和保证险，占比分别为 28.8% 和 15.2%，其他险种占比 39.3%，保费构成集中度较低。

图 36、2016 年中国财险保费收入结构



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 37、2016 年众安保险保费收入结构



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

● 募集资金用途说明

假设发售价为 56.70 港元（即发售价范围的中位数），公司估计本公司将收取的全球发售所得款项净额（经扣除估计承销费用及佣金、奖金及本公司应付有关全球发售的开支后）将约为 109.48 亿港元。

公司拟以全球发售所得款项净额加强公司的资本基础以支持公司的业务增长。待全球发售所得款项净额分配之前，本公司现时拟将有关所得款项净额投资于短期计息存款及/或货币市场工具。

倘超额配股权获悉数行使及假设发售价为 56.70 港元（即发售价范围的中位数），

经扣除估计承销费用及佣金、奖金及本公司应付有关全球发售的开支后，本公司将收到约为 126.01 亿港元的所得款项净额。

● 申购建议

公司已与软银集团股份有限公司（“软银集团”）订立基石投资协议（“基石投资协议”），软银集团已同意按发售价认购 7,191 万股 H 股，占发售完成后发售股份的约 36.08%，或已发行股本总额的约 4.99%，总认购价为 43.0 亿港元（按发售价为 59.70 港元计）或 38.6 百万港元（按发售价 53.70 港元计）。软银集团是在东京证券交易所上市的日本公司，业务范围为宽带、移动及固网电信、电子商贸、互联网、技术服务、媒体及营销以及其他业务。

众安在线依托股东背景优势，大力推动科技保险业务，在行业内聚集了口碑及操作经验，且保费收入增长较快，合作渠道日渐多元。公司处于业务发展的起步阶段，建议投资者申购。

● 风险提示

公司的发展主要面临以下风险：1) 中国保险行业竞争激烈，公司保费收入或不达预期；2) 公司收入主要来自于五大重要生态合作伙伴；3) 中国保险行业政策改变。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡 岩	021-38565982	huyanjk@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢 俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-68583167					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏 蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
			吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjk@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李 升	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					

国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
晁启溇 Evan	(852)67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	段蒙蒙	13823242912	duanmm@xyzq.com.hk
钟骏 Stephen	(852)53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
张蔚瑜 Nikola	(852)68712096	nikola.cheung@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
周围	13537620185	zhouwei@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852)3509-5900					
私募及企业业务负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私企销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn
管庆	18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579	huangq@xyzq.com.cn
金宁	18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857	chenxintg@xyzq.com.cn
彭蜀海	0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015	taozui@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677	yuanmin@xyzq.com.cn
晏宗飞	021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
证券与金融业务负责人			张枫	021-38565711	zhangfeng@xyzq.com.cn
证金销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
周子吟	021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799	wulb@xyzq.com.cn
双星	021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911	huangmj@xyzq.com.cn
张力	021-68982272	zhangli1@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302	wangfangzhou@xyzq.com.cn
罗敬云	021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996	lixzh@xyzq.com.cn
束海平	021-68982266	shuhp@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

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.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公司和

五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司和中国万桐园（控股）有限公司有投资银行业务关系。