



金融生态圈创造价值, 入港股通获资金关注

报告摘要

纳入恒生大指数, 将入港股通买卖名单。2017年11月10日众安在线获纳入恒生大中型股指数成分股, 将于近期获新增至沪港通与深港通的买卖名单。众安在线目前股价高于发行价将近30%, 市值稳定在1100亿港元以上, 在上市不足一个月即被纳入指数, 代表了公司良好的基本面与市场对公司的信心。自沪港通与深港通开通以来, 南下资金规模快速增长, 目前累计已突破5700亿元。由于金融科技标的在内地十分稀缺, 预计众安在线将受大陆投资者青睐。

股东背景强大, 业务扩张迅速。2013年10月众安在线注册成立, 其股东实力雄厚。同年11月众安在线成为中国首家取得互联网保险牌照的互联网公司。公司开始运营后立刻凭借其强大的股东背景与创新的互联网基因发展较快。经过四年发展, 众安的产品条线和保费收入日趋多元化, 成为我国最早递交上市申请的保险科技公司。公司2016年保费总收入34.1亿元, 净利润937.2万元, 坐拥近5亿用户, 而2017年前十个月保费达到46.6亿元。

短期内推出多款成功产品。公司成立至今, 多款产品获得巨大成功: (1) 公司传统的退货运费保险理赔程序耗时被缩短至72小时内; (2) 公司与携程合作的航意航延险涵盖范围逐步扩大, 为客户提供航旅方面及时的保障; (3) 公司的尊享e生以相对便宜的保费提供了可观的保险金额。公司具有“保贝计划”、“马上花”等极具发展潜力的产品。

五大金融生态圈助力保险业务。众安在线完美地将其各款保险产品嵌入不同的金融生态圈, 并以金融生态圈为框架发展其保险科技业务: (1) 生活消费生态瞄准电子商务及零售相关市场, 利用股东优势获得流量; (2) 消费金融生态在机构方面解决市场上资产方和资金方各自的痛点, 在个人业务方面顺应目前消费者强烈的分期需求, 预计2017年末管理消费金融类资产将达500亿元; (3) 车险生态围绕车主生态和数据生态, 依靠保险科技、轻资产优势和销售平台三大核心优势, 近期发展迅速; (4) 健康生态得益于保险科技在该生态的占比持续上升; (5) 航旅生态与携程合作设计全方位险种。

大力投入研发, 专注技术输出。众安在线2016年研发投入达2.14亿元, 占当年总保费的6.3%。公司的科技板块走的是与股东不同的路线, 有对外输出与专注于行业而非平台两大特点。我们认为, 公司未来三年内有很大一部分收入是基于公司将数据分析运用于客户的能力。在软件+服务模式, 公司目前已经在交易系统(流程型软件系统)和增值服务(数据相关服务)方面有较深的发展。

行业龙头享合作伙伴资源优势。根据咨询公司Oliver Wyman的统计, 我国网上销售、技术驱动的产品升级和金融生态圈导向的创新三个细分保险科技市场在2016年至2021年间复合年增长率将分别达到26.1%、41.1%和62.0%。众安在线在我国保险科技市场上占据明显的主导地位, 保费约为其余三家纯保险科技公司的保费之和。我们认为, 公司将充分利用行业龙头地位带来的先发优势和丰富合作伙伴资源优势。我们预计保费在未来三年高速增长。

我们给予公司85.88元目标价。在分部估值框架下, 我们把公司分为五大生态与众安科技共六大部分, 并用管理消费类资产余额、保费、用户数等不同方式对各部分进行估值。加总各部分后, 得到众安在线市值1267亿港元。在现金流贴现框架下, 我们预计公司净利润将在2019年扭亏为盈, 经调整后自由现金流由2017年的净流出11亿元改善为2019年的净流入15亿元。在12.3%的加权平均资金成本假设和3.0%的永续增长率假设下, 我们得到1258亿港元市值。两种方法的平均值为1263亿港元, 对应股价85.88港元, 建议增持。

风险提示: 运营风险; 财务风险; 市场风险; 监管风险。

(12月31日年结; 百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,509.3	3,412.7	6,220.8	9,528.1	14,392.4
增长率(%)	206.9	36.0	82.3	53.2	51.1
净利润	44.3	9.4	-365.9	-83.1	2,128.2
增长率(%)	19.7	-78.8	-	-	-
净利润率(%)	1.8	0.3	-5.9	-0.9	14.8
每股收益(人民币)	0.04	0.01	-0.25	-0.06	1.45
每股净资产(人民币)	6.73	6.69	10.9	11.95	12.88
市盈率	-	-	-	-	57.7
市净率	-	-	7.7	7.0	6.5
净资产收益率(%)	0.6	0.1	-2.3	-0.5	11.2
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司资料; 安信国际

评级:

增持

目标价格:

85.88 元

现价(2017年11月13日): 77.95 元

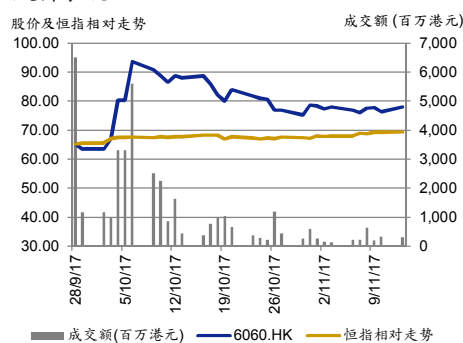
报告日期: 2017-11-14

总市值(百万港元)	114,571.92
H 股市值(百万港元)	36,621.92
总股本(百万股)	1,469.81
H 股股本(百万股)	469.81
12 个月低/高(港元)	63/97.8
平均成交(百万港元)	1,189.50

股东结构

浙江蚂蚁小微金融服务集团	13.82
腾讯计算机系统	10.42
平安保险(集团)股份有限公司	10.42
深圳市加德信投资有限公司	9.72
优孚控股有限公司	6.25
深圳日讯网络科技股份有限公司	5.63
软银集团股份有限公司	4.99
CDH Avatar, L.P.	4.31
Keywise ZA Investment	4.25
Equine Forces LP	3.85
中金证券(香港)有限公司	2.17
Morgan Stanley Asia Securities Products LLC	2.13
总共	77.96

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-14.73	NA	NA
绝对收益	-12.10	NA	NA

数据来源: 彭博、港交所、公司

赵湘怀行业分析师

zhaoxh3@essence.com.cn

+86-21-3508 2987

1. 获市场认可，将入港股通名单

11 月 10 日，众安在线获纳入恒生综合大中型股指数成分股，将于近期获新增至沪港通与深港通的买卖名单。

1.1. 纳入恒生大中型股指数，获市场认可

公司基本面良好，获市场认可。恒生大中型股指数旨在反映市值和流通量排名前 300 名的大型股及中型股的整体表现。获纳入指数需公司在市值、成交额、业务表现及财政状况方面均达到一定水平。众安在线目前股价高于发行价将近 30%，市值稳定在 1100 亿港元以上，在上市不足一个月即被纳入指数，代表了公司良好的基本面与市场对公司的信心。

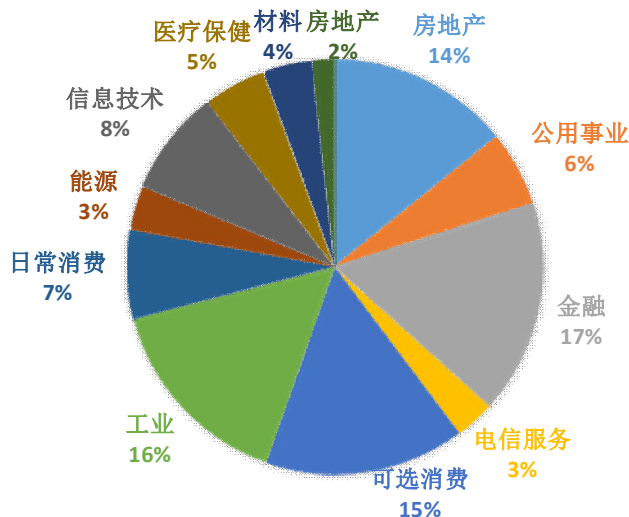
作为指数内唯一金融科技标的，将获资金关注。目前恒生大中型股指数有 289 只成分股，分布在工业、消费、金融、地产等多行业。该指数自 2016 年起表现抢眼，2017 年已累计上涨 37%。我们认为，纳入指数后，众安在线作为指数中唯一金融科技股，将获增量资金关注。

图 1：恒生大中型股指数表现强势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：指数内唯一纯正金融科技标的，将获资金关注



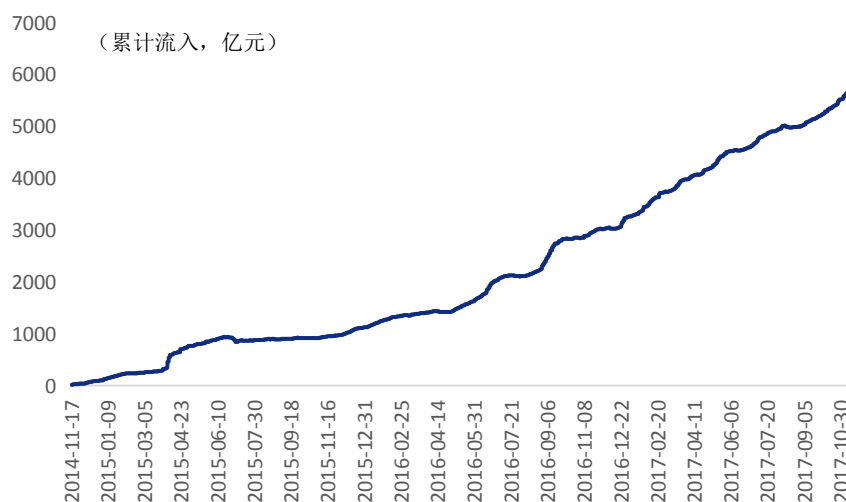
资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 将获增至港股通名单，双重身份受南下资金青睐

下月初将入港股通名单。由于港股通股票包括恒生综合大中型指数成分股以及同时在联交所和上交所上市的 A+H 股，此次获纳入指数意味着众安在线将于下月初获新增至沪港通、深港通的买卖名单，内地投资者可以通过深港通、沪港通交易股票，从而进一步提高其交易量及流通性，优化股东基础。

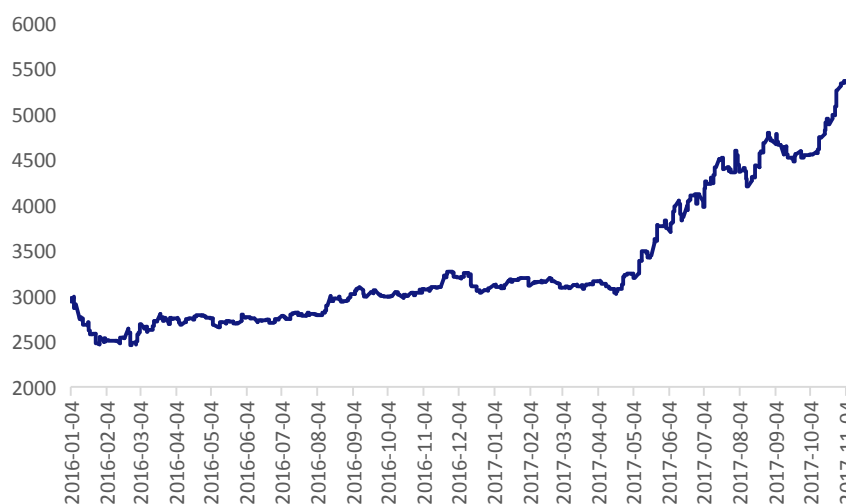
金融科技与保险双重身份受南下资金青睐。自沪港通与深港通开通以来，南下资金规模快速增长，目前累计已突破 5700 亿元。由于金融科技标的在内地十分稀缺，预计众安在线将受大陆投资者青睐。另一方面，A 股保险股 2017 年大涨，4 月以来累计上涨逾 80%，预计众安在线也将因其保险身份受益。

图 3：南下资金活跃



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：A 股 2017 年保险指数大涨



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 背靠强大股东背景，发展保险科技

2.1. 发展历程

起步顺利。2013 年 10 月 9 日，众安在线财产保险股份有限公司注册，由 9 名股东创立，

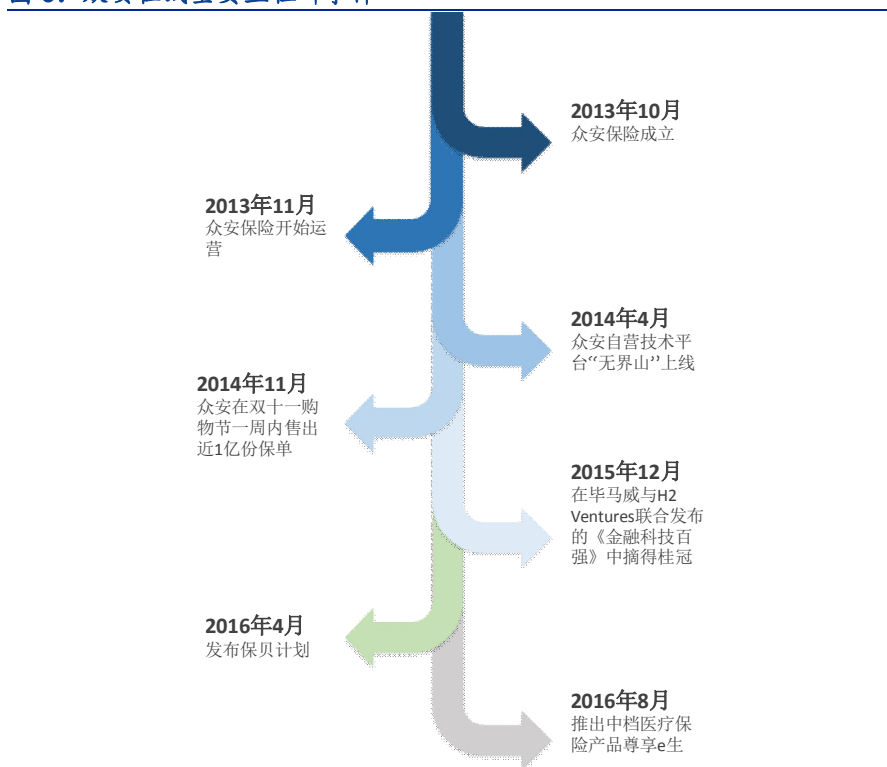
分别为：蚂蚁金服（前称浙江阿里巴巴电子商务有限公司）、腾讯计算机系统、平安保险、深圳市加德信投资有限公司、优孚控股有限公司、深圳日讯网络科技股份有限公司、上海远强投资有限公司、北京携程国际旅行社有限公司及深圳市日讯互联网有限公司。

致力于做“有温度的保险”。众安在线为中国首家取得保险科技公司法人许可证的互联网公司，同时也是持有保险科技公司法人许可证的四家纯保险科技公司之一。众安在线成立之初就致力于做“有温度的保险”，经营思路不局限在网上销售保险，而是要基于互联网生态环境开发创新型保险产品，并提供完整的线上服务。

进入快速发展阶段。众安在线 2013 年 11 月开始运营后，就凭借其强大的股东背景与创新的互联网基因快速发展。2014 年 4 月，众安自营技术平台“无界山”上线，保单处理速度最高可达 10000 张/秒，获得上海市金融创新奖。同年 11 月，众安在线在双十一购物节一周内售出的保单总数达创纪录的 1 亿份。2015 年在毕马威与澳大利亚 H2 Ventures 联合发布的《金融科技百强》名单中摘得桂冠。2016 年发布保贝计划，推出医疗保险产品尊享 e 生，在双十一的保单数达 2 亿份，截至 2016 年 12 月 31 日，已累计服务超过 4.92 亿用户。

致力于多元化发展。众安在线从电商生态切入，碎片化、场景化的保险为其迅速打开局面，以“小额、高频、大量”为特点的产品形态使得众安在线在短时间内覆盖了大量用户，经过三年发展，众安的产品条线和保费收入日趋多元化，成为最早递交上市申请的保险科技公司。根据招股说明书显示，截至 2016 年 12 月 31 日，众安在线总资产 93.32 亿元，相比 2015 年末增长 15.65%。保费总收入 34.1 亿元，净利润 937.2 万元，坐拥近 5 亿用户（定义为有保单），均遥遥领先其余保险科技公司。

图 5：众安在线重要里程碑事件



资料来源：众安招股说明书

2.2. 股东背景

众安在线成立之初就拥有股东优势。在 2013 年成立之时，其主要股东有蚂蚁金服、腾讯、平安、优孚控股、携程等，其中前三家持股比例达到 49.9%（数据来自招股说明书）。头顶“三马”光辉，众安在线开业之初发展就势如破竹。强大的股东背景特别是阿里作为第一大股东，为众安带来产品、渠道、技术等多方优势。

在产品方面，公司的第一款产品众乐宝和保费最主要来源退运险都是基于同阿里的合作。商家保证金保险是首个专门为参与阿里巴巴平台保证金项目的卖家设计的保险解决方案，也为日后基于互联网生态开发产品的模式定下基调。而退运险在众安第一个完整的财年在保费中达到 70%，近几年逐步下降。

在销售渠道方面，阿里和腾讯为众安提供了众多销售场景。众安产品主要通过金融生态圈合作伙伴的平台实现销售。例如，为淘宝、极有家、聚划算及若干其他有阿里巴巴拥有或经营的平台提供保险解决方案，将产品嵌入合作伙伴的平台，客户就能够以非常简单的方式为与其消费行为相关的风险购买专门的保险产品。另外，众安也在重要线上销售渠道设立官方店铺，例如天猫、蚂蚁金服集团保险平台、微店等等，这些都是股东带来的渠道优势。

在技术方面，股东除了直接提供相关技术人员，也给予相关技术咨询服务。例如当阿里相关平台需要新的保险解决方案时，蚂蚁金服集团会向众安提供技术及咨询服务，协助众安将解决方案整合至相关平台。

表 1：2013 年设立时股东持股比例

股东	占比
蚂蚁金服（前称浙江阿里巴巴商务有限公司）	19.90%
腾讯计算机系统	15.00%
平安保险	15.00%
优孚控股有限公司	15.00%
深圳市加德信投资有限公司	14.00%
深圳日讯网络科技股份有限公司	8.10%
携程旅行	5.00%
上海远强投资有限公司	5.00%
深圳市日讯互联网有限公司	3.00%
合计	100.00%

资料来源：招股说明书

表 2：上市前大股东持股比例

股东	占比
蚂蚁金服	16.04%
腾讯计算机系统	12.09%
平安保险	12.09%
深圳市加德信投资有限公司	11.28%
优孚控股有限公司	7.25%
深圳日讯网络科技股份有限公司	6.53%
青岛惠丽君贸易有限公司	4.03%
上海远强投资有限公司	2.03%
合计	71.34%

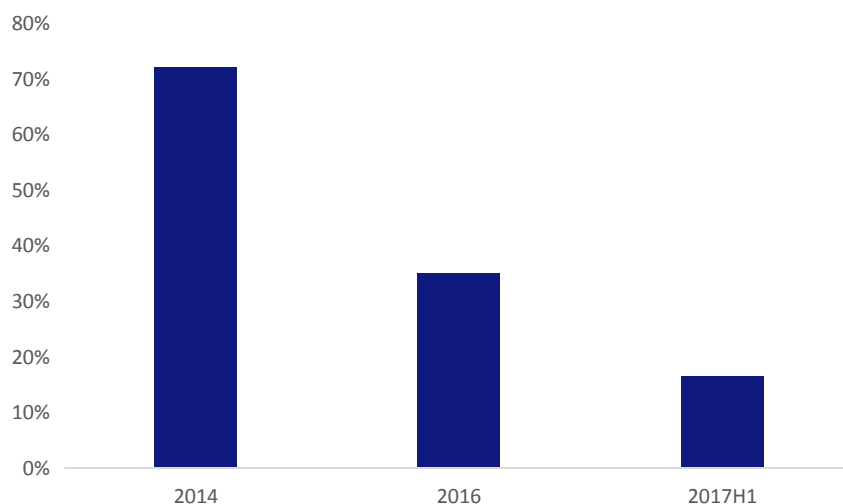
资料来源：招股说明书

3. 多个险种发展迅速

众安在线充分利用自身的优势，多个险种获得较大成功。

退货运费险：退货运费险是众安最早的险种。受益于股东（阿里巴巴）优势，众安在线于 2013 年 11 月在淘宝以及天猫推出该险种。该险种有针对卖家和买家的两个版本。公司通过多种因素厘定保费，如交易量及启运点与收货点之间的距离。批准理赔及资金转入客户支付宝账户通常耗时不超过 72 小时。值得注意的是，众安在线对于这款保险的依赖在下降。从保费来看，退货运费险占总保费比由 2014 年的超过 70% 降至 2017 年上半年的 16%。

图 6：退货运费险保费占比下降



资料来源：招股说明书

任性退：2016 年 10 月，众安在线推出任性退，一种为客户提供全程退货服务的保险。客户有权在与众安在线合作的电商平台上享有免费附赠的最多 3 公斤的退货运费服务，每月保费为 9.9 元。

商家保证金保险：小型卖家在电子商务相关的消费生态圈中存在痛点：卖家一般须向电商平台支付保证金。众安在线于 2013 年 11 月在淘宝推出商家保证金保险。卖家只需每年支付低至 30 元的保费而无需支付最高 20 万元的保证金。

“宝贝计划”：众安在线针对消费金融市场上资产方和资金方面面临的痛点，于 2016 年 4 月设计出“宝贝计划”，旨在解决这些痛点，并且成功连接双方。公司提供信用保证保险以增强客户信誉以及向众安的金融机构合作伙伴借入资金。目前公司在资产端已合作 10 余家，完成尽调 50 余家，在资金端已与 20 多家各类金融机构合作，覆盖农业、汽车、教育、家装、旅游、医美等多个场景。

“马上花”：“马上花”顺应了消费者日益旺盛的分期需求，其主要目标客户包括信用卡频繁使用者、女性客户、年轻一代、频繁旅行者和其他消费金融服务需求强的客户。公司在个人消费金融方面已经根据多维风险管理模型建立起了中央消费金融系统，并通过其为每位消费者建立了画像分析，以此提供各种场景下使用的长期信贷额度授信。

保车车险：众安在线于 2015 年 11 月推出保车车险。受益于股东优势，众安在线得以与平安保险根据 30%/70% 共保。在此基础上，公司与线上金融生态圈合作伙伴滴滴、小米、微信等合作建立分销系统。目前保车车险平均保费为 2500 元，通常为一年。

尊享 e 生：尊享 e 生是众安在线于 2016 年 8 月推出的一款健康险，其最大特点是保费低、保额高。据众安在线招股说明书披露，尊享 e 生的年保费约为每年 450 元，客户可就普通医疗费获得每年 1 百万至 3 百万元的保险金额，另可就恶性肿瘤相关开支获得 1 百万至 3 百万元的保险金额。该险种客户为 30 岁至 60 岁的人群，并可续保至 80 岁。众安目前通过自身 APP、金融生态圈合作伙伴的平台以及第三方销售代理推广这一产品。

步步保：步步保是众安在线于 2015 年 8 月推出的一款健康险，其最大特点为个性化、定制化。该计划的实施以及条款取决于客户每天的实际步数。公司从金融生态圈合作伙伴（小米手环、微信等）处获得客户运动量数据。

健康团险：众安在线于 2015 年向公司及机构客户推出定制团体险。该险种大大降低了客户的员工福利人力成本。对于索赔金额低于 3000 元的情况，雇员可在线上向理赔平台提交证明材料并在三个工作日内获得报销。

航意航延险：2014 年 3 月，众安在线与携程合作，推出航空意外险。合作让双方受益匪浅：众安在线嵌入携程网站的购买选项可以让客户在几秒内收到一份航旅保险方案，而携程可以根据保险供货商的收费建议及服务能力向客户分配航意航延险。2015 年 1 月，双方进一步合作，针对在携程买票的客户推出航班延误险及其他险种（旅程取消险、退票险、火车事故险、酒店取消险、旅行目的地天气险等）。

4. 打造五大金融生态圈

众安以金融生态圈为框架发展保险科技业务。各金融生态圈与险种紧密契合：（1）生活消费生态：众安在线根据客户在电子商务和电子产品相关消费场景中的痛点，设计出任性退、商户保证金保险、碎屏险等险种；（2）消费金融生态：众安在线通过金融科技将融资方、信贷服务方与客户或商户连接。主要产品有宝贝计划、甜橙白条和马上花；（3）健康、车险和航旅生态：众安在线提供有关客户健康、车辆相关风险和航旅相关的保险科技产品。主要产品有尊享 e 生、保赢车险等。

规模全面提升。每个金融生态圈的保费规模和手续费及佣金都在近年明显提升。其中，生活消费和航旅生态保费总额占比最高，健康和车险生态增长迅速，消费金融是公司发展的方向。

表 3：各金融生态圈共同发展

保费（千元）				
	2014	2015	2016	2017H1
生活消费	732,299	1,596,203	1,620,363	909,100
消费金融	9,275	303,221	318,079	256,400
健康	11	19,225	235,927	437,500
车险	-	511	3,724	4,100
航旅	44,271	322,099	1,081,643	705,700
其他	8,241	41,783	148,312	179,063
合计	794,097	2,283,042	3,408,048	2,491,863
手续费及佣金支出（千元）				
	2014	2015	2016	2017H1
生活消费	-1,117	864	282	
消费金融	41	165	130	
健康	-	1,053	13,793	
车险	-	-	75	
航旅	17,720	91,256	240,241	
其他	-490	9,031	32,588	
合计	16,154	100,641	287,109	268,609

资料来源：招股说明书，公司中报

4.1. 生活消费生态

生活消费生态瞄准电子商务及零售相关市场。我国电子商务市场相对成熟，且零售生态圈具有快速创新的特点。线上购物存在诸多风险，据 Oliver Wyman 测算，电子商务及

零售相关的保险市场体量于 2016 年达到 53 亿元，将于 2021 年提升至 569 亿元。而众安科技的生活消费生态完美地契合了这些风险。

表 4：生活消费生态稳步发展

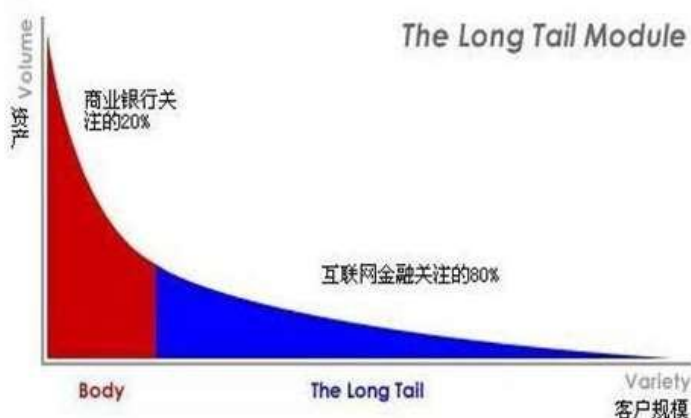
	保单数 (百万份)	总保费 (百万元)	被保险人 (百万人)
2014	1,070.7	732.3	197.0
2015	2,533.1	1,596.2	297.9
2016	3,468.7	1,620.4	308.8
2017H1*	-	909.1	-

资料来源：招股说明书，公司中报 *2017H1 数据保单与被保险人数据未公布

4.2. 消费金融生态

消费金融关注的是 80% 的长尾客户。随着我国居民收入不断上升，个人财富的积累为消费金融的发展提供了广阔的空间。消费金融端，金融科技公司注重的是“EMMA”人群（Emerging Middle-Class, Mobile Active）。

图 7：消费金融关注长尾客户



资料来源：安信证券研究中心

目前消费金融市场上存在诸多痛点。资产方缺少低成本且稳定的资金来源。在风险控制方面，资产方缺少数据沉淀和模型验证。并且，资产转出经常附有回购义务，使资产方难以做到资产出表实现轻资产运行。另一方面，一般金融机构缺乏对征信白户及复杂场景的金融服务与风险管理能力，也缺乏对小额高频实时交易的运营与系统支持能力。并且，一般金融机构承受着不良率考核及资产配置的转型压力。

公司金融科技核心优势明显。众安在线在消费金融中的核心能力包括：信用保证保险增信、资产量化定价、自主开发的系统架构、标准化的交易结构和实时风险管理系统。利用这些核心优势，众安在线消费金融市场快速增长，2017 年上半年录得保费 2.6 亿元。

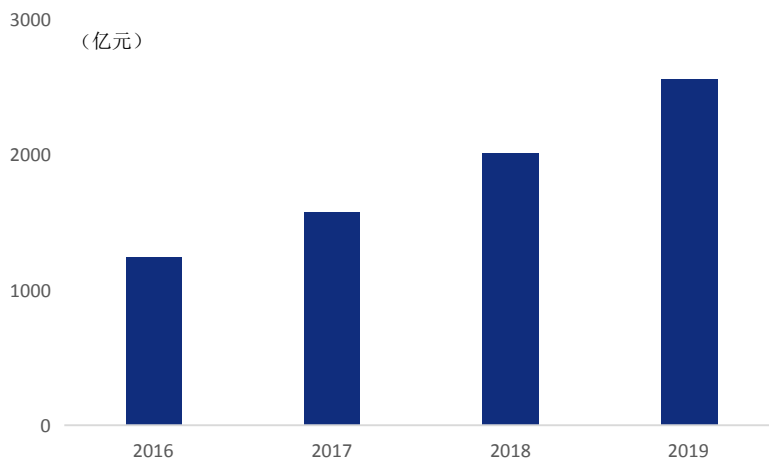
4.3. 车险生态

汽车保有量将继续提升。2016 年我国汽车保有量达 1.94 亿辆，但汽车市场仍有巨大的增长潜力。目前我国每 1000 人拥有不到 200 辆汽车，而在美国这一数字是 800 辆。快速发展的汽车市场构造了丰富的车险生态。

车险“围绕两个生态+依靠三个核心+等待一个风口”。公司在车主生态中致力于将销售提前，在数据生态中利用充足的数据搭建自己的定价模型。三个核心包括保险科技、轻

资产优势和销售平台。一个风口是等着保险业市场改革进一步深化。

图 8：车险生态保费增长预计

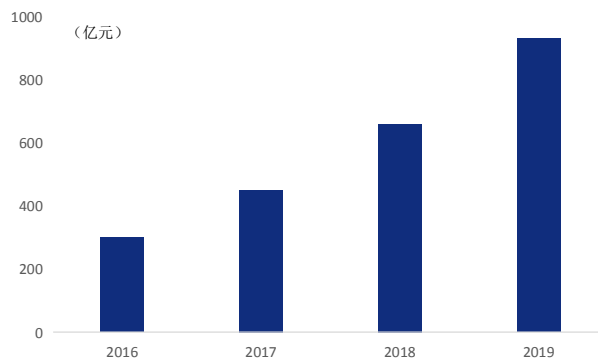


资料来源：Oliver Wyman，招股说明书

4.4. 健康生态

健康险市场空间广阔。我国健康保险总保费在 2016 年达到 4040 亿元，而其中 300 亿元由保险科技占据。咨询公司 Oliver Wyman 预计，保险科技在该生态的占比将由 2016 年的 7% 上升至 2021 年的 22%。众安在线健康险 2016 年录得保费 2.4 亿元，预计 2017 年保费上升至 8 亿元，2018 年 20 亿元。保费预计每年以 2 至 3 倍的速度增长。

图 9：健康生态保费增长预计

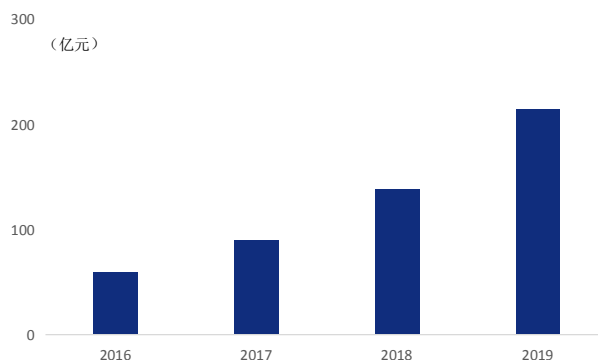


资料来源：Oliver Wyman，招股说明书

4.5. 航旅生态

与携程合作设计全方位险种。随着出行的增加，航旅相关的保险需求旺盛。经 Oliver Wyman 测算，航旅生态的保险科技市场体量将在未来 5 年以 51.1% 的年复合增长率增长，于 2021 年达 473 亿元。

图 10：航旅生态保费增长预计



资料来源：Oliver Wyman，招股说明书

5. 充分发挥科技优势

众安科技不同于股东的科技背景。众安在线 2016 年研发投入达 2.14 亿元，占当年总保费的 6.3%。众安在线由三家科技巨头（阿里巴巴、腾讯和中国平安）共同发起，但是其科技板块与股东相比有明显不同：

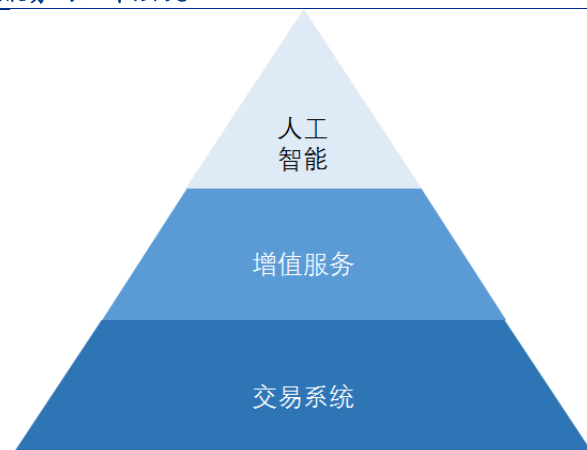
(1) 对内服务 vs. 对外输出。平安科技创始于 10 年前，在很长一段时间内都只服务于内部，不对外输出，而众安科技做的是对外科技输出（风控技术、主要业务）。众安在线及合作伙伴的生态链都是有意去选择的：保险生态、信贷领域风控、医疗健康。众安科技的很多工程师都是从互联网金融等别的方面引进进来的，技术的输出并不影响众安在线本身的能力。

(2) 平台角度 vs. 行业角度。阿里、蚂蚁金服都是基于平台，而平台公司的服务都是点阵式的，不够全面、深入。众安科技不走平台式路线。

广泛的用户数据及强大的数据分析能力。据招股说明书披露，公司约有 800 名数据分析师及逾 100 名拥有金融于保险行业专业知识的工程师，致力于搜集并分析大量用户数据、了解客户行为。公司基于在业务经营中的互动学习来改进模型并逐步提高客户画像方面的准确性和全面性。

系统服务占据先机。公司主要的收入在保险、信贷方面，其中有系统服务的收入也有数据的收入。相比于没有核心技术的数据服务，公司更看重系统服务。公司预计未来三年内，30-50% 的收入是基于数据分析的能力，将技术数据分析运用在顾客身上的收入（SaaS 模式）。保险行业一年的信息化投入在 50 亿以上，信贷行业（持牌+非持牌）规模更大。基于 SaaS 模式的现金流非常稳定。公司认为软件只是保险的载体，在其之上承载的能力才是关键。目前保险科技可以分为三个层次（金字塔形）：交易系统（流程性软件系统）、增值服务（数据相关服务）和人工智能（未来可以进一步整合提升经营效率）。目前公司的重点在第一层和第二层，第三层市场仍不成熟。

图 11: 软件服务的三个层次



资料来源: 安信证券研究中心

科技创新引领寿险启航。由于寿险占据 70% 以上市场而且目前暂无互联网标杆，公司目前在准备启动寿险。我们认为，对于生态的探索和理解会带动公司未来在寿险领域进一步的提升。

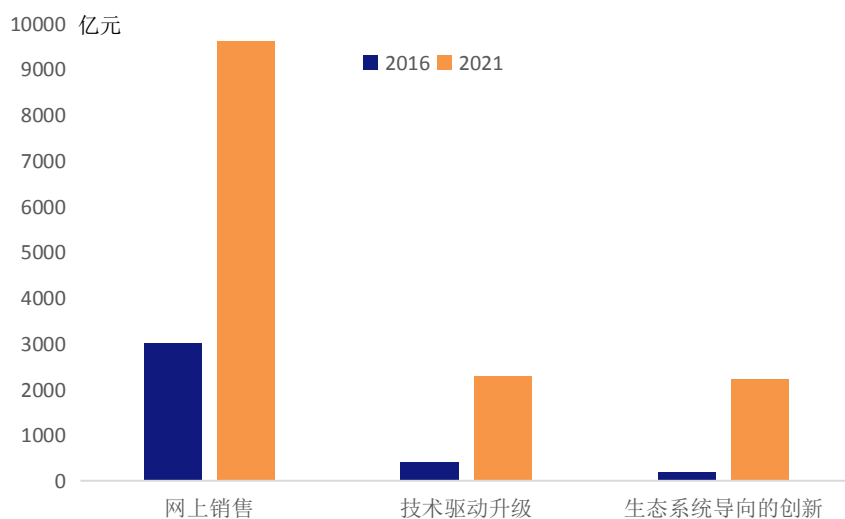
6. 保险科技的市场空间正逐渐打开

6.1. 我国保险科技行业发展状况

我国保险科技市场主要可以分为网上销售、技术驱动的产品升级和金融生态圈导向的创新三个部分。网上销售是指保险公司通过网络或移动渠道销售传统保险产品，更高效、低成本地接触长尾客户，并为客户提供优化体验。技术驱动的产品升级包括利用科技使现有保险产品对客户而言更具吸引力（个性化、动态化），以及提高对管理风险的效率。金融生态圈导向的创新对应了前文提到的科技对保险的改变中的第三条，包括依靠数据分析来满足多个金融生态圈中以往无法被满足的保险需求。

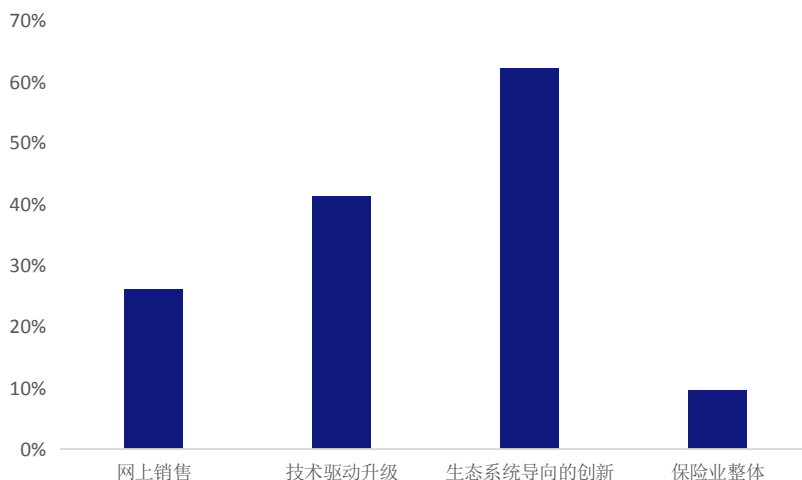
三个细分市场均有广阔的发展空间。根据咨询公司 Oliver Wyman 的统计，上述三个细分市场在 2016 年的保费已经分别达到 3020 亿元、410 亿元和 20 亿元。由于中国保险科技业的发展迅速，其增速应远大于保监会预测的保险业保费增速。预计 2021 年保费将分别提升至 9610 亿元、2290 亿元和 2230 亿元，2016 年至 2021 年间年复合增长率将分别达到 26.1%、41.1% 和 62.0%

图 12: 保险科技各细分市场均有广阔的发展空间



资料来源: Oliver Wyman, 招股说明书, 安信证券研究中心

图 13：保险科技保费增速将远大于保险业保费增速（复合年增长率）

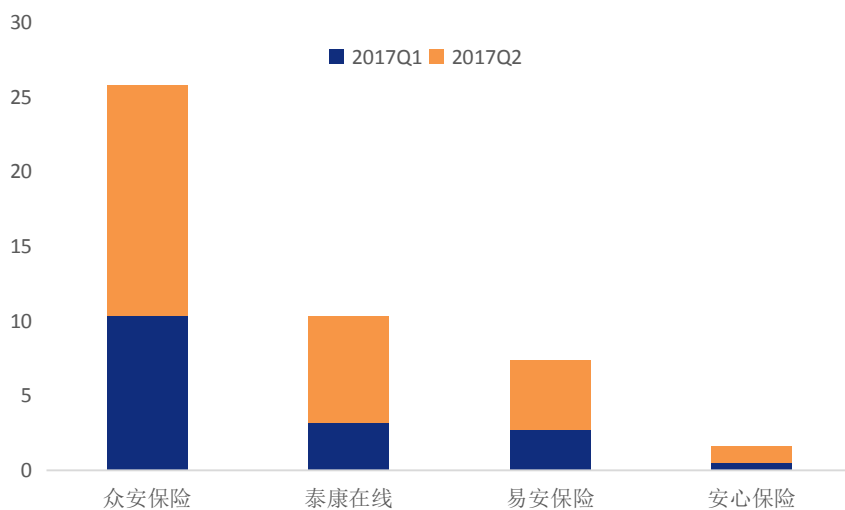


资料来源：Oliver Wyman，安信证券研究中心

6.2. 众安在线的行业龙头优势

众安在线是纯保险科技的行业龙头。2017 年上半年，众安在线收获保费 25.7 亿元，远高于排名第二的泰康在线（10.3 亿）。行业龙头的地位给众安在线带来了先发优势和合作伙伴网络的优势。

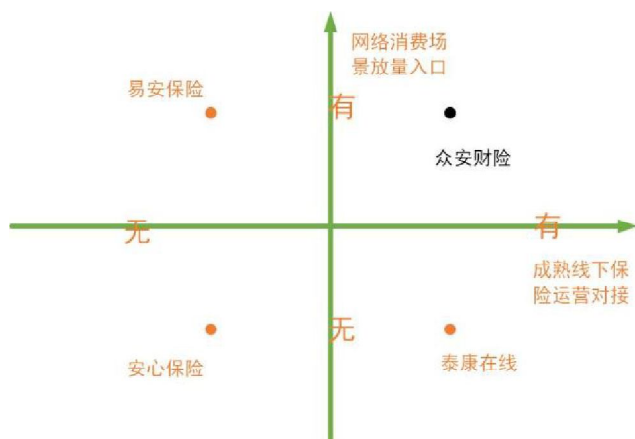
图 14：众安在线 2017 年仍占据保费优势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

先发优势方面，众安在线获牌照早、牌照齐全。众安在线于 2013 年 10 月便获得了保险科技牌照，而另外三家纯保险科技公司的获牌时间最早为 2015 年 11 月（泰康在线）。在这四家保险科技公司中，只有众安在线同时符合以下两个条件并建立规模：（1）网络消费场景放量入口；（2）成熟线下保险运营对接。

图 15: 众安在线享受先发优势



资料来源: 中国保监会, 公司网站, 安信证券研究中心

合作伙伴方面, 众安在线享受最多资源。目前, 众安在线的合作伙伴有阿里巴巴、携程、中国平安等具有丰富项目资源的金融巨头, 而泰康在线 (泰康保险集团、丁香园)、易安财险 (银之杰) 和安心财险 (弘安在线) 均没有如此实力雄厚的合作伙伴。

表 5: 众安在线合作伙伴实力雄厚

公司	主要合作伙伴
众安保险	阿里巴巴、携程、中国平安、阡陌金融
泰康在线	泰康保险集团、丁香园
易安财险	银之杰
安心财险	弘安在线

资料来源: 公司网站, 安信证券研究中心

6.3. 科技对保险行业的三大改变

科技改变了金融的方方面面。具体到保险业, 这改变主要体现在三个方面: 优化运营模式、升级保险产品与服务和激发保险业的商业模式创新。

图 16: 科技对保险行业的三大改变



资料来源: Oliver Wyman, 安信证券研究中心

6.3.1. 优化运营模式

科技对保险行业的第一大改变在于优化运营模式。这是隐性的、客户并不能直接体验到的改变。由于保险公司的价值链基本是内部生成的（不同于制造业等行业依赖供应商等外部实体），所以对科技的运用可以很大程度上优化运营模式。科技对保险公司商业模式的变化主要在于以下 5 个方面：

(1) 差异化定价。由于在互联网时代客户可以很方便地比较各保险产品的条款与价格，保险公司需要建立一套动态的定价模型来适应透明并且多样化的市场。只有在给出适合各个客户的差异化定价的情况下，保险公司才能最大化地收取保费。

(2) 更好的绩效控制。在保险科技市场上，一些在线平台会在收取一定费用的同时将客户引流至保险公司的某些产品。因为这些“引流”的质量和费用都大不相同并且会实时变化，所以保险公司需要动态地对这些变量做出反应。科技在绩效控制方面起到了很大的作用。

(3) 更加实时的精算模型。在数字化信息时代，客户的认知和行为的变化速度大大加快。由于保险公司非常依赖客户行为方面的数据，他们需要实时地关注这些变化及其对赔付额的变化。咨询公司 Oliver Wyman 发现，英国各保险公司的精算模型的准确性平均每年下降 4%。这在长期将极大地影响保险公司的业绩。科技在精算模型的准确性与实时性方面有很大的帮助。

(4) 对市场更深入的理解。将保险和科技结合带来的一个副产品是海量的数据。这些数据给保险公司带来了市场深入的理解，使其可以优化已有的流程，在定价时减少对代理变量的依赖，并有利于识别和规避骗保行为。

(5) 后台自动化。随着科技被引入保险，部分保险公司的后台流程可以自动化实现。这些自动化可以大幅降低运营成本。

图 17：科技优化了保险公司的运营模式



资料来源：Oliver Wyman，安信证券研究中心

6.3.2. 升级保险产品与服务

科技对保险行业的第二大改变在于对保险产品与服务的升级。这是显性的，可以被客户体验的改变。在过去的 5 年中，保险行业对产品的想法发生了根本性的改变。这延伸了保险公司的价值链，并且对客户体验产生了革命性的影响。升级主要体现在以下 4 个方面：

(1) 扩充核心险种。保险科技催生了一些新的险种，比如车险中按里程收费保险（“pay as you drive”）和按行车习惯收费保险（“pay how you drive”）。这些全新概念的兴起得益于互联网科技对保险产品各方面的渗透。

(2) 提供与保险相关的增值服务。保险公司正在利用科技来扩大服务范围，以增加卖点。比如，一些保险公司为小型客户提供在线风险分析工具。此类增值服务在帮助保险公司吸引客户的同时也降低了因客户需求、偏好发生改变而损失客户的风险。

(3) 提供与保险无关的增值服务。对科技的利用还能使保险公司可以为客户提供一些与保险业无直接关系的增值服务。比如，一些财险公司为客户住所提供了报警系统。如果报警系统被触发，不仅原有的保险流程会被启动（取决于实际损失），保险公司还会通知警方与客户。

(4) 升级理赔服务。保险科技在审理理赔方面更加简洁、直接，给客户更好的体验，解决传统保险业的一大痛点。

图 18：科技升级了保险产品与服务



资料来源：Oliver Wyman，安信证券研究中心

6.3.3. 激发保险业商业创新

科技对保险行业的第三大改变在于激发保险业的商业创新。保险公司拥有了海量的数据以及客户接触之后，正在以创新的视角来看待保险。这激发了保险业商业模式的巨大变革。主要的创新在以下 3 个方面：

(1) 将保险嵌入生态。数字生态可以定义为一个由保险公司和客户交互而产生新产品、新价值的网络。典型的生态是一站式服务网络（one-stop shop）：一个整合了应对客户所有需求的网络。比如，一站式健康服务网络基于保险公司掌握的所有客户健康相关的数据，可以提供健康、养生方面的各类服务。中国平安的平安好医生就是将保险完美嵌入健康生态的例子。众安在线也根据生态将业务分为生活消费、消费金融、健康、航旅和车险五大生态。

(2) 个性化保险方案定制。在保险科技兴起之前，一些大的保险机构已经开始运用个性化保险方案的概念。个性化保险方案指的是使每份保单契合持单人特有的风险。这在传统保险业是一项非常复杂、耗时的工作。但是，基于充足的客户数据，这项工作越来越多地在中小型保险公司中普及。并且，保单还可以实时地、自动化地更新，反应客户风险的变化。在条件允许的情况下，客户甚至可以和保险公司对话，描述自己需要的保险方案。根据收集的信息，保险平台可以自动生成一份个性化的保单。

(3) 自动化理赔。在理赔服务升级的基础上，保险公司可以利用保险科技来促成理赔的实时化——在风险事件发生的同时理赔就被激发。

图 19：科技激发了保险业的商业创新



资料来源：Oliver Wyman，安信证券研究中心

6.4. 保险科技相对传统保险的优缺点

6.4.1. 渠道

优点：相比传统保险，保险科技具有透明的渠道和更低的渠道费用。保险行业传统的销售渠道主要为代理人渠道、公司直销、经纪公司渠道、代理公司渠道、兼业代理渠道等，其中寿险公司主要依赖于代理人渠道和兼业代理人渠道中的银邮渠道，产险公司主要依赖于公司直销、经纪公司渠道、代理公司渠道以及兼业代理渠道等。以最主要的代理人销售渠道为例，在这个体系中，每销售一份保险，保险公司需要支付给代理人一笔佣金，这构成了保险公司的主要成本，在车险领域，代理人佣金可以高达 40%。而互联网打破了保险公司这个暗箱，其扁平化、自动化的特性大大加大了渠道的透明化并且降低了成本，同时客户也可以利用互联网进行多方比价，减少了在价格方面保险公司与客户的信息不对称，进一步促使渠道费用下降。

缺点：保险科技无法像专业代理人一样提供一对一的个性化服务。保险科技在大量削减人力减少成本的同时也意味着没有一对一的服务人员，无法按个体差异化提供不同的产品介绍，基本依靠客户自主选择。而保险的复杂性意味着多数人并不知道自己真正的保险需求，缺少个性化的服务使得客户难以买到最合适的产品。

6.4.2. 产品

优点：保险科技依靠场景，开发多类新型产品，打破传统保险产品同质化状态。互联网生态保险是以互联网生态下存在的风险事件为标的进行保险产品的研发，互联网生态下有许多新的风险事件传统保险无法承保，这就为保险科技产品的创新提供了机遇。保险科技能够结合场景快速反应并推出新型产品，例如与网购生态黏合的运费险，根据节日制定的“赏月险”、根据天气制定的“雾霾险”等。同时，场景化销售由于相关度高，易于让客户接受，大大提高了成交概率，例如在网购时推荐购买运费险、在订购机票是推荐交通意外险等。

表 6：典型保险科技产品

险种名称	险种描述
退运险	买家可在购买商品时选择投保，在发生退货时，在交易结束72小时内，保险公司按约定对买家的退货运费进行赔付
航延险	乘客根据航班延误保险合同规定，向保险公司支付保险费，当合同约定的航班延误情况发生时，保险公司依约赔付
车险	与传统车险不同，通过车载技术植入大行为分析，“随人随车”的风险定价模式，让车主能够按需定制保险
信用保证险	以信用风险为保险标的的保险，由保险人（保证人）为信用关系中的义务人（被保证人）提供信用担保的一类保险业务
碎屏险	用户购买手机防止手机屏幕损坏，而向保险公司支付保费，当手机出现保险合同中所规定的故障时，由保险公司进行赔付
健康险	与传统健康险不同，通过连接用户的智能设备，掌握用户的行为数据，从而实现个性化定价

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

缺点：相比传统保险产品，保险科技产品个性化成本较高。为了销售的便利，保险科技产品最主要的特征是标准化，而可供标准化的保险产品种类有限。在产险互联网保费中，车险占比超过 90%，寿险互联网保费中万能险占比超过 50%。因而目前我国保险科技产品以低价值、短期化、低黏度、标准化为主，在契合互联网用户消费需求和习惯的个性化产品方面，极为缺少。

6.4.3. 客户

优点：保险科技公司的客户诞生于数据。保险科技相比传统保险公司，掌握更多的数据，客户诞生于数据，可以利用数据更好地了解客户，通过数据精准刻画用户画像，从而提供相关产品。

图 20：大数据对互联网保险用户的画像能力



资料来源：艾瑞咨询

缺点：相比传统保险公司，互联网保险公司服务体系薄弱，缺乏有温度的服务。从销售前端看，虽互联网保险产品保费相对便宜，但是需要客户自主去了解产品，而传统保险公司保费虽不一定有优势，但可以提供一对一的服务。从销售中端来看，互联网保险购买过程操作便捷，但产品完全依靠自主选择，不容易选择适合自己的产品，而传统保险可听取代理人的建议。从销售后端客户最关心的理赔上来看，互联网的理赔需要客户自己来完成，耗时耗精力，而传统保险公司理赔流程更加成熟便捷，有代理人帮助客户办理各种保全业务，客户可以享受全程服务。

表 7：销售各阶段互联网保险与传统保险比较

阶段	互联网渠道	代理人渠道
销售前端	-产品简单，但需客户自主了解，对客户专业性要求高 -保费相对便宜，但保障范围及险种类单一 -获客快且范围广，但由于无法提供专业服务流失性较大	-产品多样化，由于有代理人，对客户的专业性无要求 -保费虽不一定有优势，但因此却得到一对一的服务和专业意见 -除了传统获客方式外，依托互联网平台，专业服务促成机会大增
销售中端	-购买过程操作便捷，但可能存在投保事宜及条款了解不清楚 -产品完全自主选择，但可能错失更适合自己的保险产品 -产品承诺高，但有可能被诈骗或误导的风险	-专业人士指导客户购买，操作流程便捷放心 -产品选择可以听取代理人的专业建议，买到真正适合自己的产品 -产品真实且受保监会监管，诈骗、销售误导可能性低于互联网
销售后端	-后期自助办理保全业务耗时耗力 -理赔需客户自己完成，很多流程仍需借助线下柜台完成 -保单生效后无后续服务追踪，无法更好地保持客户粘性	-后期代理人帮助客户办理各种保全业务，客户享受更舒心的理赔感受 -传统险企理赔流程更成熟，更便捷，且代理人会全程服务 -后期代理人会为客户提供衣食住行的全方面贴心服务

资料来源：互联网公开信息，安信证券研究中心

6.5. 行业国内外经验

6.5.1. 美国起步较早

科技与保险业务的融合。美国保险公司对互联网科技的运用走在前列，特别是 SaaS(Software-as-a-Service)领域，即云计算平台面向消费者提供的软件，无需安装，通过浏览器等互联网工具即可使用。通过与微软等巨型科技公司或者 Salesforce 等专业公司的合作，美国保险公司得以创新和变革自己的业务流程。

表 8：美国保险与科技结合

公司名称	细节
New York Life	New York Life 在美国境内从事人寿保险、共同基金、年金以及集体保险等业务。在新的环境下，为满足其经纪人和合作伙伴的独特需求，积极进行技术革新。以往设立一个新的分支网点，需要花费数月时间，而在云平台的帮助，可以更快更灵活地创建一个新的门户网站。另外，由于做到了数据和流程的实施整合，使得公司大大提高了客户的响应速率和服务质量，客户留存率得到上升。
Acturis	Acturis 为保险公司提供全面的云解决方案，包括一个集成的管理信息的组和产品和一个报告系统。保险公司可根据具体要求进行定制。
Miliman	Miliman 在 Microsoft Azure 云端与微软合作开发了精算建模软件 MG-ALFA。MG-ALFA 使用随机模型来衡量财务业绩，并支持保险公司用其来进行各项任务，如产品定价，风险管理等。在采用基于云计算的 MA-ALFA 模型后，相关的 IT 成本下降了约 30%。
RightIndem	RightIndem 可以为保险公司提供在线理赔解决方案，从而优化加速理赔流程。该系统由一个自助服务平台组成，通过精简索赔管理流程来优化客户服务体验，从而提高客户留存率和降低理赔处理成本。

资料来源：Oliver Wyman，安信证券研究中心

6.5.2. 零售金融王者——中国平安

运用科技颠覆业务流程。平安长期以来重视 IT 技术的投入，通过科技创新，改善风控措施，提高营运效率，将金融科技运用到各项业务中，带来业务流程的颠覆性变化。

图 21：平安建立金融科技驱动业务模式的改变

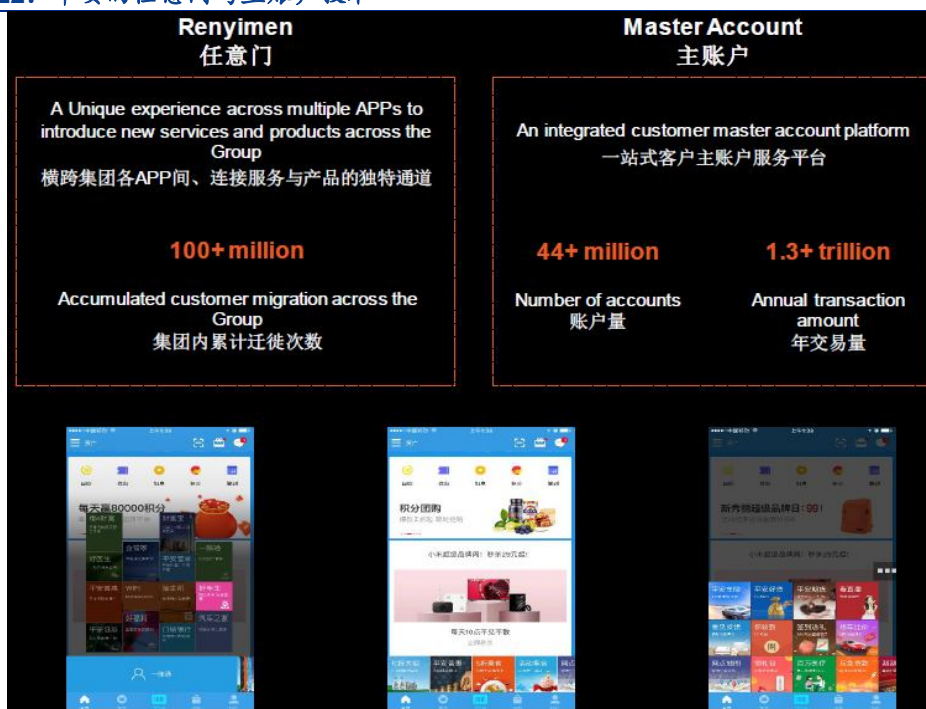


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

通过互联网进行获客，运用任意门进行交叉销售。在获客方面，传统金融机构通常是先销售产品，再提供服务，把客户从线下到线上转化，因而传统金融机构 30%-40% 的客户为互联网客户。平安则采取不同的商业模式，先提供免费服务，平安是第一个把科技服务免费提供给客户的公司。在让客户习惯于服务后，就可以利用互联网通道进行交叉销售。

平安旗下的网销平台金管家 APP，极大地助力公司业务人员销售能力的提升。目前金管家 APP 平台用户数量已经突破 1 亿，通过平安任意门、H5 等技术实现对外部资源的便捷接入后，以大数据挖掘销售线索，以“线上+线下”的形式帮助业务员更好地进行客户开拓和维护，实现全渠道客户触达。

图 22：平安的任意门与主账户技术



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

线上线下同时获客，客户规模持续增长。通过线上线下的协同获客，平安的客户规模得到了快速增长。截至 2017 年一季度公司个人客户达 1.38 亿，较年初增长 5%，互联网用户达 3.77 亿，较年初增长 8%，互联网用户正源源不断地转化为个人客户，一季度互联网渠道新增客户占全部新增客户的 17%。

6.5.3. 最早的在线保险——泰康在线

最早的在线保险平台。2015 年 11 月 18 日，泰康在线财产保险股份有限公司正式在武汉挂牌成立，注册资本金为 10 亿人民币。泰康在线是行业内首家由大型保险企业发起成立的互联网保险公司。此前，作为泰康人寿互联网业务主要平台的泰康在线于 2000 年上线，成为国内首家通过保险类 CA 认证网站，在国内率先实现了保单设计、投保、核保、缴费、后续服务的全过程网络化，在这个意义上，泰康在线是国内首家“在线保险”。

以大健康为战略核心，布局健康产业链。泰康在线的定位为“互联网生态经营+自有平台+整合泰康资源”，根据“互联网+大健康”的战略核心，在全国性养老社区、医疗资源、医院等大健康产业链上均有战略布局，并与阿里、腾讯、携程等互联网公司保持合作。

险种全覆盖，推出特色一站式理赔服务。泰康在线拥有互联网保险牌照和车险牌照，其互联网保险产品涵盖意外险、旅行险、少儿险、女性险、健康险、定期寿险、养老险、理财险几个方面。同时为了提高互联网保险理赔便捷性，推出微信“一站式理赔”特色服务。

全力打通三方渠道，助力保费持续增长。在销售渠道上，泰康在线的保费收入来自三项业务：自营、互联网渠道和集团代理。其中自营业务由官网、微信公众号、手机 APP、网电中心、大健康等多条业务线构成，是泰康在线最重要的业务。集团代理则是泰康在线相较于其他互联网保险公司所独有的优势，依托母公司强大的代理人队伍，泰康在线可以进行财险、短期人身险的线下销售。

保费上升较快。2017 年上半年泰康在线实现保费收入 10.3 亿元，较去年同期增长约 860%。其中二季度保险业务收入增长最快，相较一季度的 31932.9 万元增长了 39381.7 万元，环比增长高达 123%。

7. 盈利预测及估值分析

7.1. 盈利预测

我们对公司的运营有如下基本假设：

- (1) 保费在未来三年维持较高增速；
- (2) 投资收益率较 2016 年大幅改善，回归行业平均水平；
- (3) 赔付率与费用率不发生较大波动；
- (4) 健康险和车险发展迅速；
- (5) 消费金融生态圈客户信用不发生大幅恶化；
- (6) 电子商务行业空间继续扩张；
- (7) 主要股东保持对公司的支持。

预计公司 2019 年扭亏为盈。我们预计 2017 至 2019 年公司营业收入在保费和投资收益双方面的支持下保持 50% 以上的增速，于 2019 年达到 1439 亿元。成本方面，已发生赔款净额和手续费及佣金有所上升。公司经历两年亏损后净利润于 2019 年扭亏为盈。

表 9：2017-2019 年利润表预测

人民币（千元）	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总保费	794,097	2,283,042	3,408,048	6,134,486	9,201,730	13,802,594
总保费增速		188%	49%	80%	50%	50%
减：分出保费	-7,265	-10,443	-39,632	-71,338	-121,274	-194,038
净承保保费	786,832	2,272,599	3,368,416	6,063,149	9,080,456	13,608,556
减：提取未到期责任准备金	-74,647	-351,105	-143,004	-257,407	-437,592	-700,148
已赚保费	712,185	1,921,494	3,225,412	5,805,742	8,642,863	12,908,409
投资收益净额	80,062	520,684	98,624	380,718	739,544	1,294,202
投资收益增速		550%	-81%	286%	94%	75%
公允价值变动损益净额	9,914	40,611	41,843	-50,000	10,818	887
其他业务收入	15,376	26,556	46,841	84,314	134,902	188,863
其他收入	105,352	587,851	187,308	415,031	885,264	1,483,952
收入合计	817,537	2,509,345	3,412,720	6,220,773	9,528,128	14,392,361
已发生赔款净额	-522,903	-1,316,269	-1,355,293	-2,902,871	-4,148,574	-5,679,700
手续费及佣金	-16,154	-100,641	-287,109	-609,603	-734,643	-709,962
财务费用	-5,702	-3,078	-203	-2,994	-2,092	-1,763
其他经营及行政开支	-236,194	-1,029,764	-1,757,100	-3,193,158	-4,753,575	-5,163,363
给付、赔款及费用合计	-780,953	-2,449,752	-3,399,705	-6,708,626	-9,638,885	-11,554,789
税前利润	36,584	59,593	13,015	-487,853	-110,757	2,837,572
所得税开支	397	-15,336	-3,643	121,963	27,689	-709,393
净利润	36,981	44,257	9,372	-365,890	-83,068	2,128,179

资料来源：安信证券研究中心

7.2. 分部估值

我们将众安在线分拆为五个金融生态圈和众安科技共六部分。我们用三种不同的方式对这些部分进行估值：

(1) 对于消费金融生态，我们运用通行的管理消费类资产余额打折进行估值。按照目前管理资产余额增速，我们预计 2017 年末该余额将达到 500 亿元，打八折后得到该金融生态圈估值 400 亿元。

(2) 对于生活消费生态、健康生态、车险生态和航旅生态，我们运用市值/总保费估值。我们选取中国财险（2328.HK）作为类比公司并给予一定溢价。我们给予这四个金融生态圈 5.5 倍市值/总保费，从而得到这四个生态的市值 302.5 亿元。

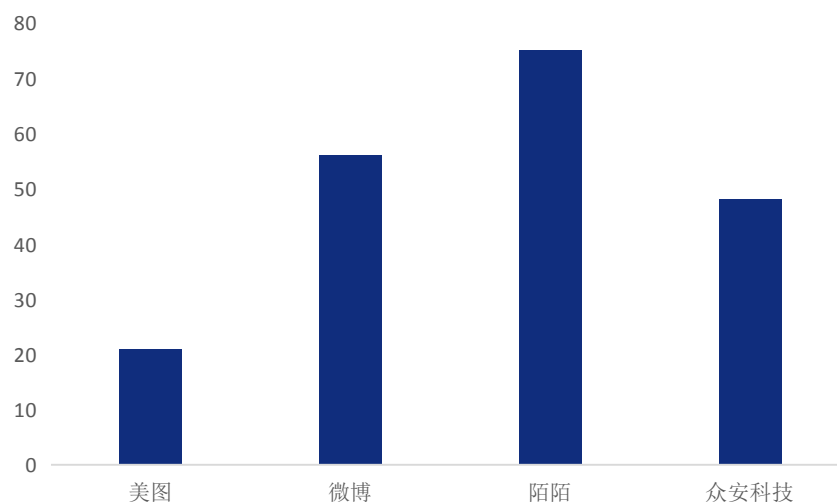
(3) 我们对众安科技运用市值/累计用户数的方法进行估值。我们选取美图公司、微博、陌陌等互联网公司作为参照。这些类比公司的市值/月活跃用户数乘数大致在 80 倍至 300 倍间。按照行业平均的 25% 活跃度推算，这些公司市值/累计用户数大致在 20 倍至 75 倍间。我们给予众安科技 50 倍的市值/累计用户数估值。假设 2017 年末累计用户达到 7.5 亿人次（招股说明书编写时已达近 5 亿），在 50 倍的市值/累计用户数下，得到该部门估值 375 亿元。加总各部分后，得到众安在线估值 1078 亿元人民币，合 1267 亿港元。

表 10：分部估值法得出众安在线市值为 1078 亿人民币（1267 亿港元）

	估值方法	假设	估值 (百万元)
消费金融生态	管理资产余额*80%	管理消费类资产2017年末达到500亿元	40,000
生活消费生态， 航旅生态，健康生态， 车险生态	5.5倍市值/总保费	这四大生态总保费2017年达到55亿元	30,250
众安科技	50倍市值/累计用户数	累计用户数2017年末达到7.5亿人次	37,500
合计			107,750

资料来源：安信证券研究中心

图 23：类比公司的市值/累计用户数乘数（按 25% 的活跃度测算）



资料来源：安信证券研究中心

7.3. 现金流贴现估值

现金流贴现得出 **1258 亿港元市值**。分母端，我们假设无风险利率 3.5%，市场风险溢价 7.0%。由于金融科技行业的高周期性，我们认为给予众安在线 1.25 倍 Beta 比较合理。在全权益运营情况下，众安在线的加权平均资金成本为 12.3%。分子端，基于我们的盈利预测，经调整后自由现金流由 2017 年的净流出 11 亿元改善为 2019 年的净流入 15 亿元。我们进一步假设公司的永续增长率为 3%。经自由现金流贴现算得众安在线市值 1071 亿元人民币，合 1258 亿港元，与分部估值的结果类似。

表 11：加权平均资金成本假设

加权平均资金成本假设	
权益成本	12.3%
债务成本	1.5%
税率	16.5%
无风险利率	3.5%
市场风险溢价	7.0%
Beta	1.25
目标杠杆率	0
加权平均资金成本	12.3%

资料来源：安信证券研究中心

表 12：自由现金流贴现得到 1071 亿人民币估值（1258 亿港元）

人民币（千元）	2017	2018	2019
息税前利润	-487,853	-110,757	2,837,572
(-) 实际税项	121,963	27,689	-709,393
息前税后净利润	-365,890	-83,068	2,128,179
(-) 经营成本增加	718,029	780,209	204,894
自由现金流量	-1,083,919	-863,276	1,923,285
现值	-1,083,919	-769,066	1,526,409
三年后价值	107,465,796		
公司价值	107,139,220		

资料来源：安信证券研究中心

我们的估值具有较高的稳定性。如果我们放宽对加权平均资金成本或永续增长率的假设（加减 1 个百分点），得出的市值变动不超过 20%，说明我们的估值模型具有较高的稳定性。

表 13: 估值稳定性检验

(千元)		加权平均资金成本		
		11.3%	12.3%	13.3%
最终成长率	2.0%	113,842,642	98,343,785	85,816,653
	3.0%	124,489,861	107,139,220	91,940,208
	4.0%	138,054,126	116,243,050	99,380,656

资料来源: 安信证券研究中心

目标价 **85.88 港元**, 建议**增持**。结合分部估值法与现金流贴现法, 我们得到众安在线 1263 港元估值, 对应股价 85.88 港元, 符合我们增持的投资评级。

8. 风险提示

(1) 运营风险

①**股东与金融生态圈合作伙伴支持力度的下降**。公司有一大部分产品与业务是与股东及关联方有紧密联系的。但是股东的平台会向其他保险公司开放, 而这些保险公司有可能在某些领域与众安在线产生直接的竞争关系。另一方面, 公司业务很大程度上取决于与其金融生态圈的合作伙伴的业务联系。但是, 这些合作关系并不一定是持久的。如果公司的合作伙伴改变其合作政策, 那么公司的业务将会受到较大影响。

②**消费金融客户信用状况恶化**。众安在线的信用保证保险产品受到客户信用的影响。而客户信用会随着经济周期显示出周期性。若客户信用显著恶化, 那么公司业绩将受损。

(2) 财务风险

①**赔付率大幅上升**。公司赔付率在 2016 年大幅下降 (由 68.5% 下降至 42.0%)。但是这也许只是暂时的下降。由于公司成立时间较短, 导致公司定价所基于的数据历史较短, 实际赔付率和公司的设定有可能会产生一定偏差。若实际赔付率快速上升且出乎公司预料, 那么将为公司的利润带来负面影响。2017 年上半年, 公司赔付率上升至 52.8%。

②**费用率继续上升**。公司费用率逐年上升, 由 2014 年的 35.2%、2015 年的 58.1% 上升至 2016 年的 62.7%。2017 年上半年, 赔付率继续上升至 76.5%。如果这一趋势随着公司的多样化发展与业务的扩张在未来延续, 将继续给公司的业绩带来负面影响。

(3) 市场风险

①**其他金融科技公司迅速复制众安在线的商业模式**。由于中国金融科技领域发展十分迅速, 公司的商业模式很可能被其他公司效仿。而如果公司没有很好的保护自己的核心技术, 或是其他公司利用后发优势在技术上超越众安在线, 那么公司将会遇到激烈的竞争。

②**电子商务发展遭遇瓶颈**。众安在线的生活消费生态在很大程度上依赖于中国电子商务行业的发展。虽然该行业在今年发展迅速, 但是随着电子商务对消费的渗透率上升, 这一趋势也许不能在未来保持。这将给公司相关的保险产品带来负面影响。

(4) 监管风险

监管方面存在不确定性。一方面, 如果众安在线不能符合中国保监会关于偿付能力方面的要求, 那么公司将可能受到监管部门审查并且被迫改变业务策略。另一方面, 由于保险科技在中国发展时间较短, 相关政策的前景仍存在较大的不确定性, 不能排除公司业务发展受到更多限制的可能。

附表：财务报表预测

(12月31日年结；百万人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
损益表					
总保费	2,283.0	3,408.0	6,134.5	9,201.7	13,802.6
减：分出保费	-10.4	-39.6	-71.3	-121.3	-194.0
净承保保费	2,272.6	3,368.4	6,063.1	9,080.5	13,608.6
减：提取未到期责任准备金	-351.1	-143.0	-257.4	-437.6	-700.1
已赚保费	1,921.5	3,225.4	5,805.7	8,642.9	12,908.4
投资收益净额	520.7	98.6	380.7	739.5	1,294.2
公允价值变动损益净额	40.6	41.8	-50.0	10.8	0.9
其他业务收入	26.6	46.8	84.3	134.9	188.9
其他收入	587.9	187.3	415.0	885.3	1,484.0
收入合计	2,509.3	3,412.7	6,220.8	9,528.1	14,392.4
已发生赔付额	-1,316.3	-1,355.3	-2,902.9	-4,148.6	-5,679.7
手续费及佣金	-100.6	-287.1	-609.6	-734.6	-710.0
财务费用	-3.1	-0.2	-3.0	-2.1	-1.8
其他经营及行政开支	-1,029.8	-1,757.1	-3,193.2	-4,753.6	-5,163.4
给付、赔款及费用合计	-2,449.8	-3,399.7	-6,708.6	-9,638.9	-11,554.8
税前利润	59.6	13.0	-487.9	-110.8	2,837.6
所得税开支	-15.3	-3.6	122.0	27.7	-709.4
净利润	44.3	9.4	-365.9	-83.1	2,128.2
资产负债表					
存出资本保证金	248.1	248.1	248.1	248.1	248.1
归入贷款及应收账款的投资	1,207.9	1,707.6	4,098.4	4,508.2	4,959.0
可供出售金融资产	3,556.8	3,670.3	8,074.6	8,478.3	8,902.2
以公允价值计入当期损益的金融资产	1,321.4	1,599.2	3,198.5	3,518.3	3,870.1
买入返售金融资产款	-	302.3	634.8	761.8	914.2
现金及现金等价物	1,374.9	1,153.2	2,767.8	3,044.6	3,349.0
金融资产总额	7,709.1	8,680.8	19,022.1	20,559.3	22,242.7
金融资产以外的资产	360.0	651.4	1,628.5	1,954.2	2,247.4
总资产	8,069.1	9,332.2	20,650.7	22,513.5	24,490.0
保险合同负债	616.2	797.3	1,196.0	1,315.6	1,447.1
金融合同负债	3.2	856.0	570.6	476.6	634.4
其他负债	551.4	820.0	2,870.0	3,157.0	3,472.7
负债总计	1,170.8	2,473.3	4,636.6	4,949.1	5,554.2
所有者权益	6,898.3	6,859.0	16,014.1	17,564.4	18,935.9
负债和所有者权益合计	8,069.1	9,332.2	20,650.7	22,513.5	24,490.0
股本(百万股)	1024.6	1024.6	1469.8	1469.8	1469.8
每股收益(元)	0.04	0.01	-0.25	-0.06	1.45
每股净资产(元)	6.73	6.69	10.90	11.95	12.88
市盈率	-	-	-	-	57.7
市净率	-	-	7.7	7.0	6.5
净资产收益率	0.6%	0.1%	-2.3%	-0.5%	11.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润率	1.8%	0.3%	-5.9%	-0.9%	14.8%

资料来源：公司资料；安信国际

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。安信国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。安信国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告没有任何意图派发给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下;

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010