

保险行业深度研究：财险赛道的长期逻辑

外围又跳水了，一片绿。美盘那边，标普小幅冲高之后回落，隔夜收跌 1.6%。今天下午盘中，道指期货出现跳水，截至本报告发布已经跌了 3%，同时欧洲主要股指全线下挫，斯托克 50 指数跌 4%。看样子今天夜里要小心美盘了。而内地和港市这边，今天也是冲高回落，三大股指小幅收跌，沪深 300 跌 0.3%。

今天布伦特原油大幅下挫，盘中一度跌破 25 美元。从成交量来看还是比较低迷，两市合计成交 5848 亿元，值得一提的是北向资金，逆市净流入 54 亿。同时，恒生指数跌幅稍大，收跌 2.19%。

内地市场今天的主力行业，一改之前几天的风格，电子元器件、半导体、有色登上舞台；港市的主力行业，为软件、制药、纺织服饰。

宏观层面，需要关注的是新的 PMI 数据。1 月 PMI 维持在 50%，2 月 PMI 创历史新低，3 月 PMI 大幅度反弹至 52%，在荣枯线以上。PMI 这个指标代表经济景气度，主要反映的是大中型企业生产经营状况。52% 的数据，意味着生产端约束已经打开，需求端回升态势也很明显。

从我们周围的业务伙伴情况来看，近一周业务拜访多了很多，饭局也多了起来，从草根角度也能感受到业务回升态势。不过，这个数据背后还是有隐忧：一是价格水平还在下行，二是出口方面数据回升比较慢，还是有压力。

今天有个比较重要的行业动态，就是监管层新的表态，要抓住产业数字化、数字产业化的机遇，加快 5G、数据中心等新型基础设施建设，抓紧布局数字经济、生命健康、新材料等战略新兴行业、未来产业。这，是给科技领域接下来的反弹注入了一针强心剂。

公司层面，近期年报季，今天看了一些数据：

1、复星医药：2019 年实现营业收入 285.85 亿元，同比增长 14.72%；归属于母公司股东净利润 33.22 亿元，同比增长 22.66%。

对复星，我们过年回来后做过建模，对它的逻辑有过简短总结：作为一个以一级投资为主要模式的公司，核心能力看“海外资源、国内落地”。业绩层面，主要看项目有没有到收获期。

复星凯特的 CD19CAR-T 细胞注射液、曲妥珠和阿达木单抗都有突破，将成为利润增长点。

2、圣农发展：2019 年度，公司实现营业收入 145.58 亿元，同比增长 26.08%；实现归属于上市公司股东净利润 40.93 亿元，同比增长 171.85%。禽养殖行业景气度延续，产品价格大幅上涨。根据肉鸡产业技术体系测算，受新冠影响，上半年毛鸡出栏预计比没有新冠情况下下降 21%。

2020 年全年毛鸡出栏量由之前预期的增长 13%下调至增长 8%。

农业领域比较可惜的是，之前的研究错过了饲料领域。近期一直在看温氏、圣农，接下来会陆续做一些研究。

3、中设集团：2019 年，公司完成营业收入 46.88 亿元，同比增长 12%，近三年 CAGR 达到 33%；实现归母净利润 5.18 亿元，同比增长 31%，近三年 CAGR 达到 35%。公司自上市以来合计开展超过 5 次大型并购。此外，近期我们对比了基建细分的几个赛道，建筑设计这门生意投入回报率相对高一些。

今天时间比较紧张，其他还有一些重点看的财报，来不及点评了。接下来，继续我们更为硬核的工作：建模。

今天，要做建模的这家公司，刚刚发布 2019 年业绩公告——2019 年，营业收入 4331.74 亿元，同比增长 11.4%，净利润约为 209 亿元至 248 亿元，同比增长 56.78%。

它就是国内财险龙头——**中国财险**，它是中国人保集团核心子公司，是 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、广州亚运会、2016 年 G20 杭州峰会、2017 年北京“一带一路”国际合作论坛、2018 年天津夏季达沃斯论坛等重要赛事、重大活动的保险合作伙伴。本案，在国内财险领域保费份额，超过 33%。

从股东名单来看,花旗银行、贝莱德集团、施罗德集团等国际知名机构均在列,相当豪华。但是近期,随着外围集体跳水,其 PE 估值却跌至历史低位的 7 倍。2015 年至今,从高点的 11.62 港元/股,下跌至目前的 7.5 港元/股,跌幅达到 35%,画风如下:

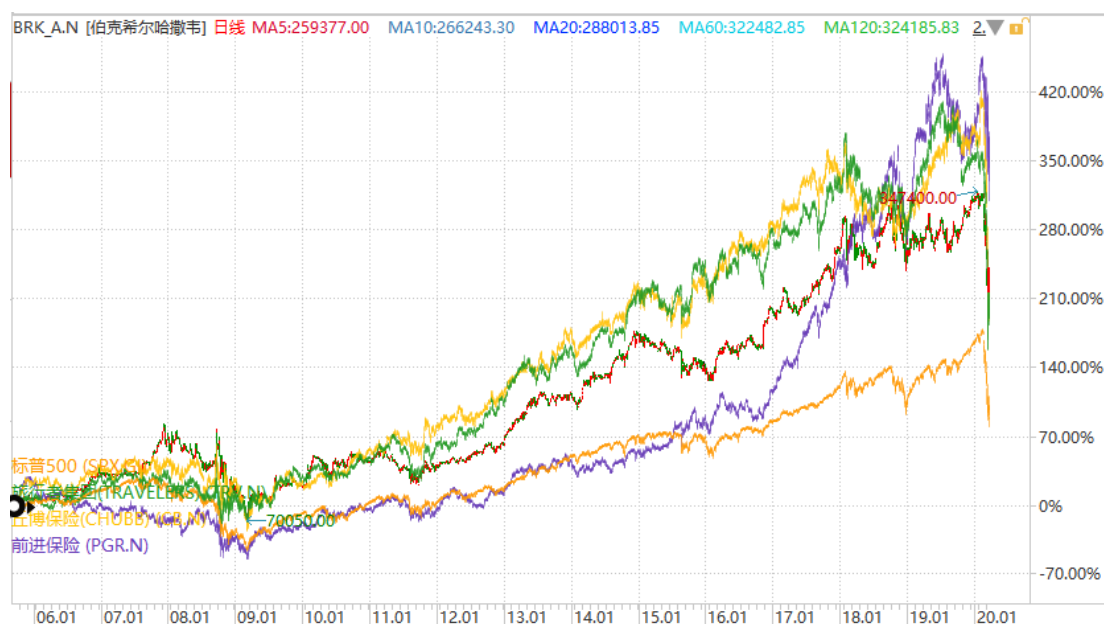


图：股价&估值（单位：元/股、倍）

来源：理杏仁

但是,反观美股,同样是财险这个领域,却孕育出伯克希尔哈撒韦、丘博保险、前进保险、旅行者集团等大牛公司,上市至今涨幅分别为 9145%、542%、15502%、2065%,而且是在全球低利率甚至负利率、拉低投资收益的背景下。

其中,尤其前进保险,这次美股暴跌,也未能对其产生大幅影响,其市净率仍然有 3.1 倍。而本案,却大跌 35%,市净率只有 0.85 倍。



图：美股代表财险公司股价图

来源：wind

相比之下，几个核心问题随之而来：

- 1) 财险行业的长期增长驱动来自哪里？影响估值的核心因子有哪些？
- 2) 本案作为财险龙头，核心竞争力是什么，为什么这个赛道能够盛产长期大牛，其基本面逻辑到底是什么？
- 3) 本案近期估值持续下调，直至历史低位。那么，它目前的水平，到底是贵了，还是便宜了？

今天，我们就我们以中国财险为例，来研究一下财险行业的产业逻辑，以及估值特征。对金融行业相关公司，之前我们研究过**友邦保险、中国太保、招商银行、港交所、恒生电子**等案例，可购买优塾团队的专业版报告库，获取更多建模报告，以及部分重点案例 Excel 财务建模表，乃至上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —



龙头，模式



中国财险，前身是 1949 年成立的中国人民保险公司，2003 年 7 月由中国人民保险集团发起设立，成为一家财产保险公司，目前是国内财险龙头，市占率 33%。

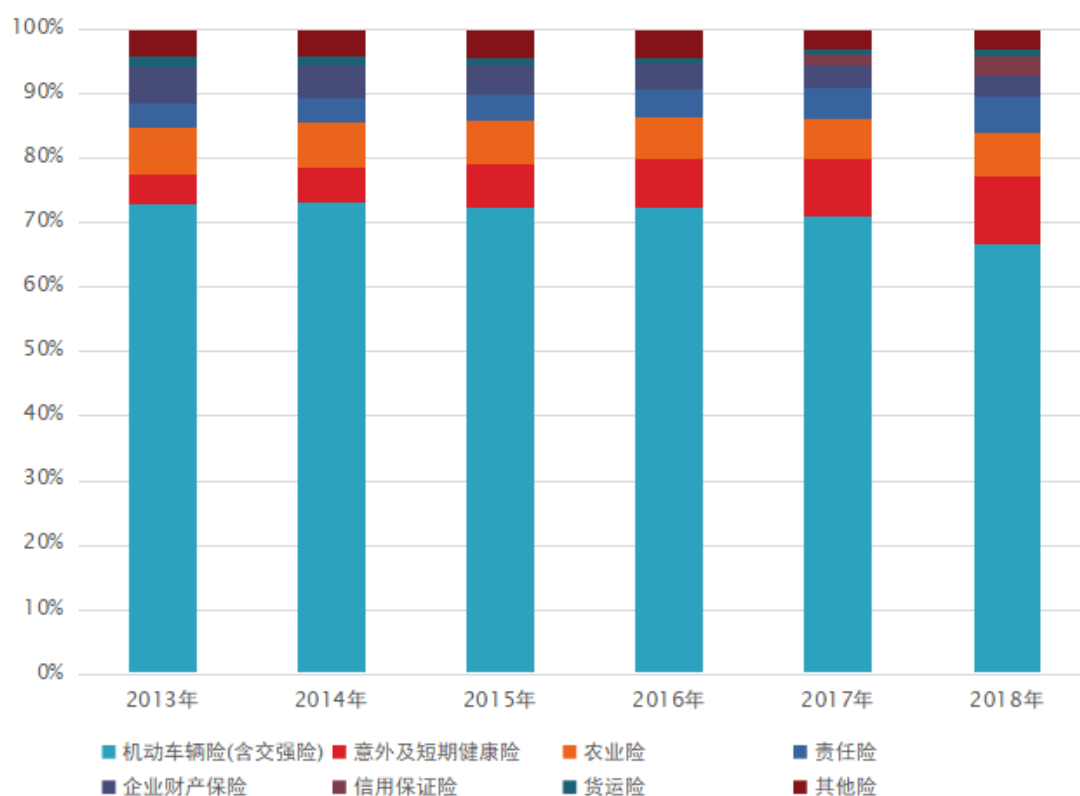
2003 年在港股上市，控股股东是中国人民保险集团，持股比例 68.98%。它的机构投资者有花旗银行（持股 2.25%）、贝莱德集团（持股 1.97%）、施罗德集团（持股 1.55%）。

| 股东名称 | 股份性质 | 直接持股数量 | 占已发行普通股比例(%) | 股东类型 |
|-----------------------------------|------|-------------------|--------------|----------|
| 中国人民保险集团股份有限公司 | 内资股 | 15,343,471,470.00 | 68.98 | 持股5%以上股东 |
| The Capital Group Companies, Inc. | H股 | 553,743,869.00 | 2.49 | 其他 |
| Citigroup Inc. | H股 | 511,998,031.00 | 2.25 | 机构投资者 |
| BlackRock, Inc. | H股 | 438,166,626.00 | 1.97 | 机构投资者 |
| Schroders Plc | H股 | 345,131,000.00 | 1.55 | 机构投资者 |
| 合 计 | | 17,192,510,996.00 | 77.24 | |

图：主要股东（单位：%）

来源：Wind

其收入主要是机动车辆险（含交强险），占比 70.54%，其次为意外健康险（占比 11.02%）、农业险（占比 7.21%）、责任险（占比 5.91%）等。



图：业务结构

来源：年报

来看这门生意到底赚不赚钱？

2016 年到 2019 年上半年,其保费收入分别为 3111.51 亿元、3503.05 亿元、**3881.71 亿元**、2360.36 亿元, 净利润分别为 180.20 亿元、198.07 亿元、**154.85 亿元**、168.21 亿元, 经营活动现金流净额分别为 220.77 亿元、214.41 亿元、**98.79 亿元**、87.29 亿元, 净利率分别为 6.29%、6.08%、**4.29%**、8.85%。

从业绩增速来看, 近三年营业收入年复合增速为 10.72%, 净利润年复合增速为 **-10.84%**, 2018 年净利润下降, 主要因为当年手续费支出占保费收入的比

例超过税务抵扣限额，导致所得税费用增加。2019 年上半年营业收入同比增速 6.98%，净利润同比增速为 39.13%。

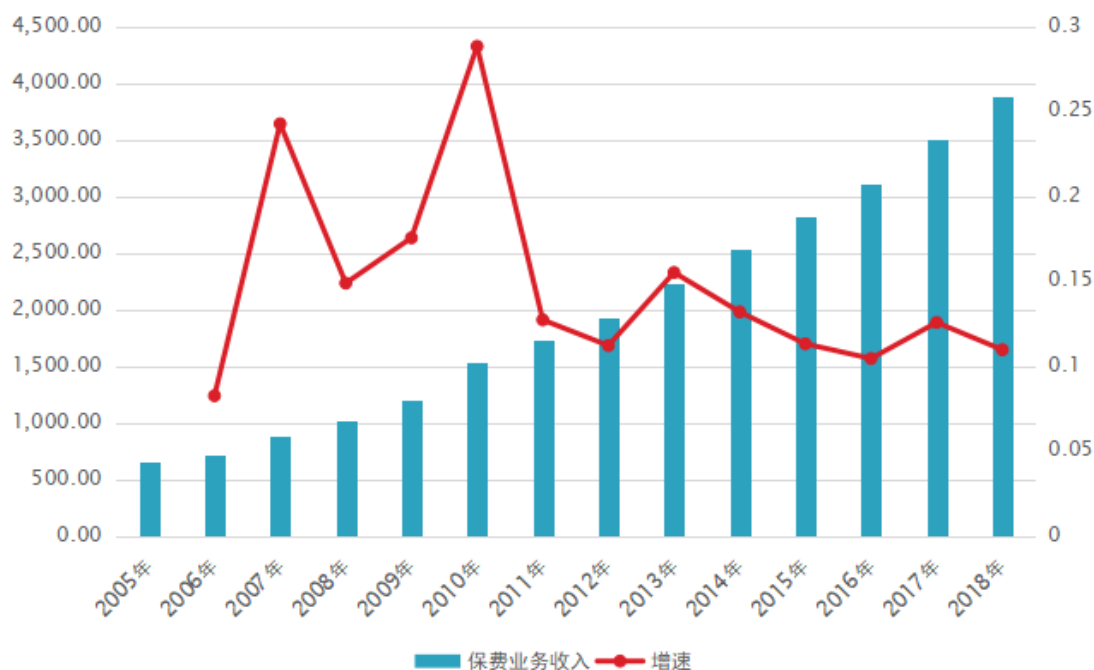
从产业链上来看，其上游主要是服务供应商，下游为保险购买人，2018 年，其前五大客户占比不超过 1%。

以上产业链和业务模式，形成了本案特殊的财报结构：

从资产结构来看——2019 年 6 月 30 日，其资产总规模为 6042.14 亿元，其中占比较高的有可供出售投资 1699.11 亿元（占比 28.12%）、其他投资 1228.05 亿元（占比 20.32%）、应收保费 788.68 亿元（13.05%）、权益性投资 478.04 亿元（占比 7.91%）、持有至到期投资 452.19 亿元（占比 7.48%），投资性资产合计占比 76.88%。负债总额为 4452.34 亿元，占比较高的有保险合同负债 3237.77 亿元（占比 72.72%），其他负债 645.35 亿元（占比 14.50%）。

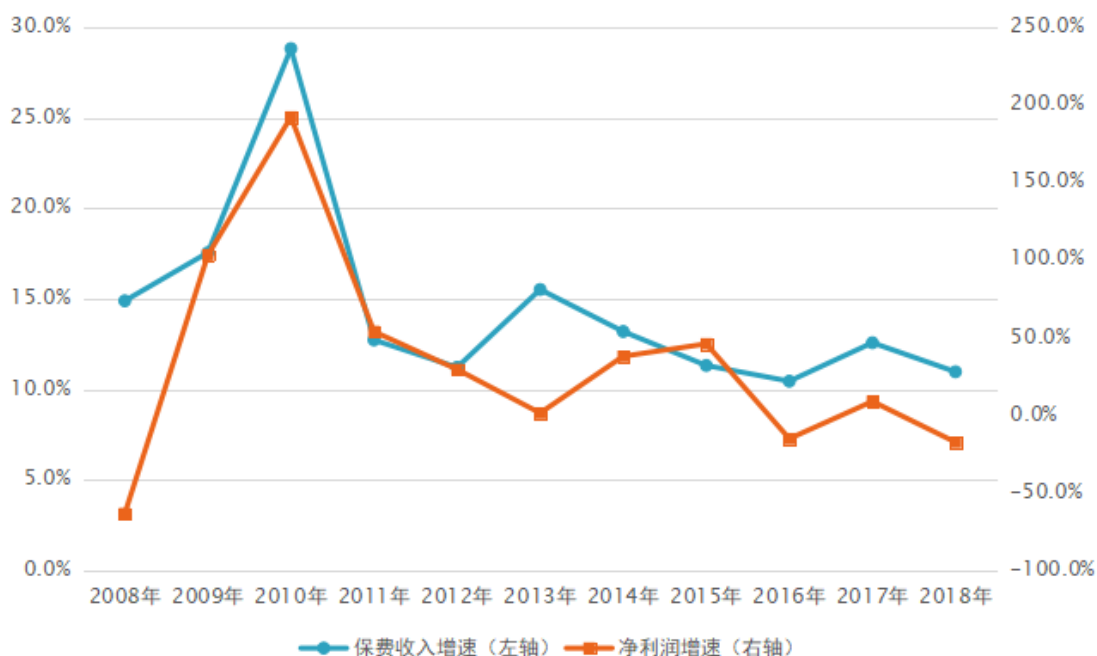
从利润结构来看——2019 年 6 月 30 日，已赚保费 1801.88 亿元，其中赔付支出占比 64.7%，保单获取成本占比 20.86%，其他承保费用花去 9.4%，投资收益占比 4.9%，剩余净利率 8.85%。

来看一组《并购优塾》整理的基本面数据：



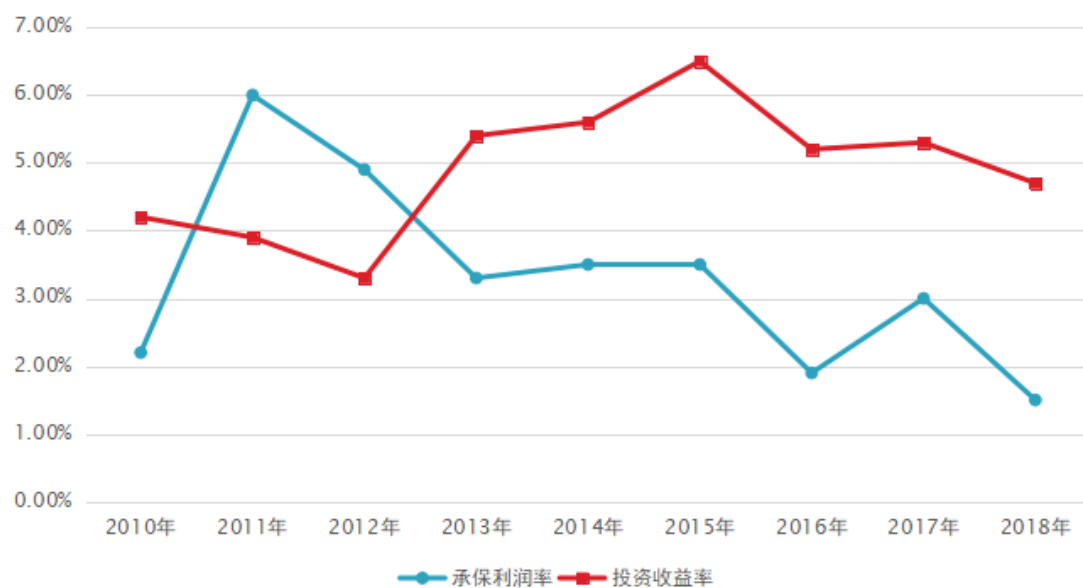
图：保费收入及增速（单位：亿元/%）

来源：并购优塾



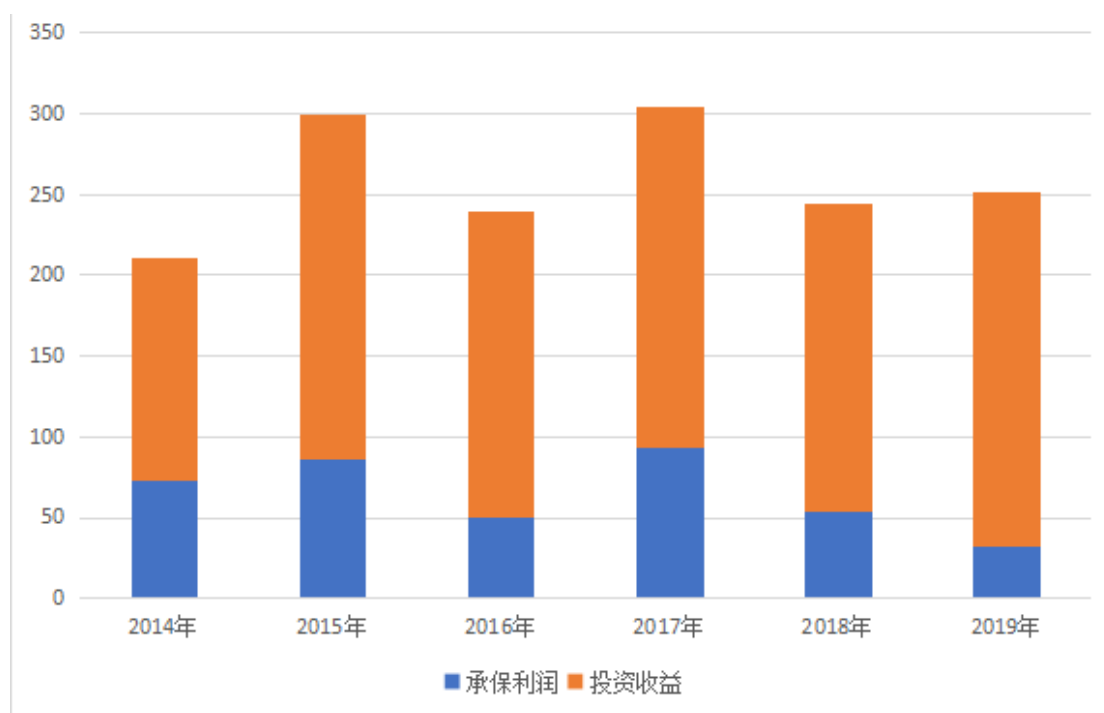
图：保费收入、净利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



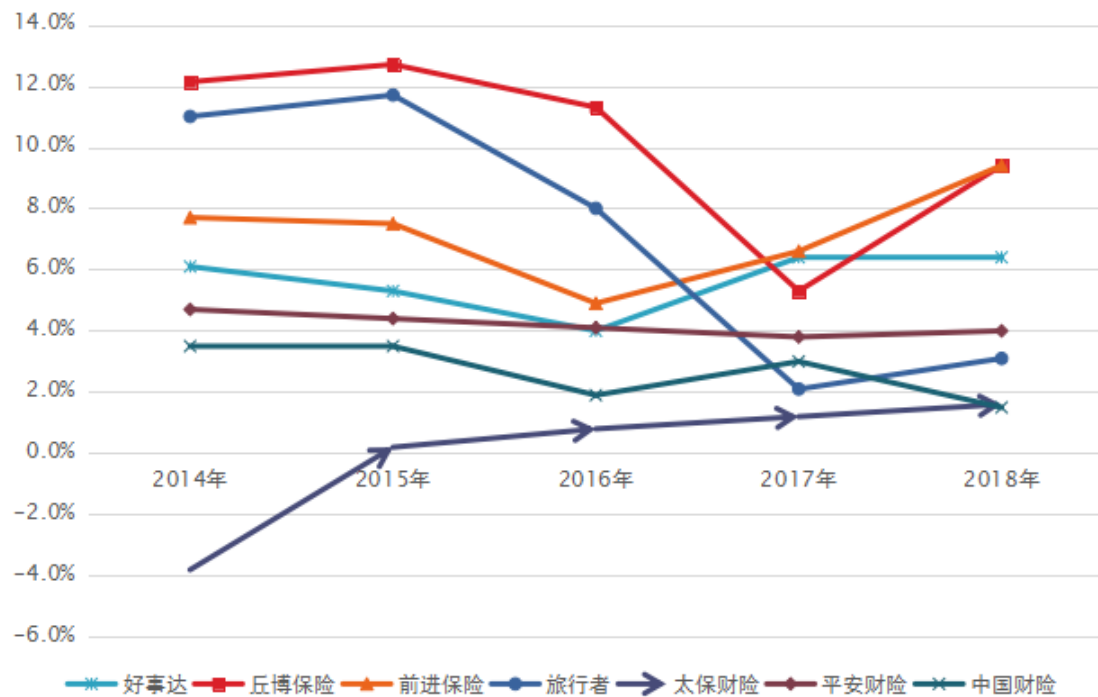
图：承保利润率、投资收益率（单位：%）

来源：并购优塾



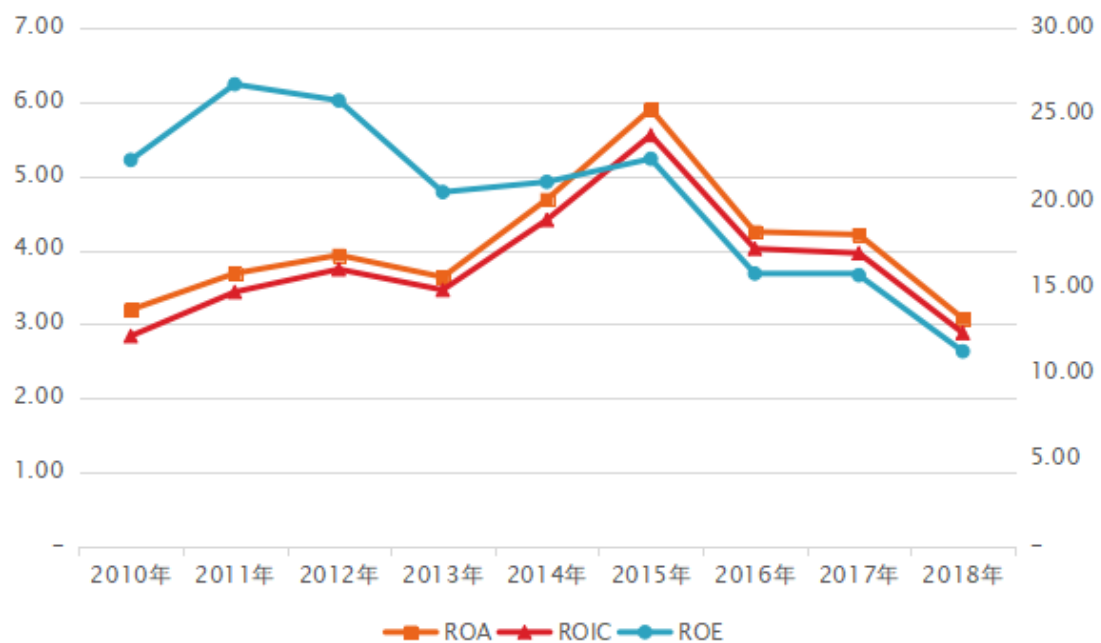
图：利润结构（单位：亿元）

来源：并购优塾



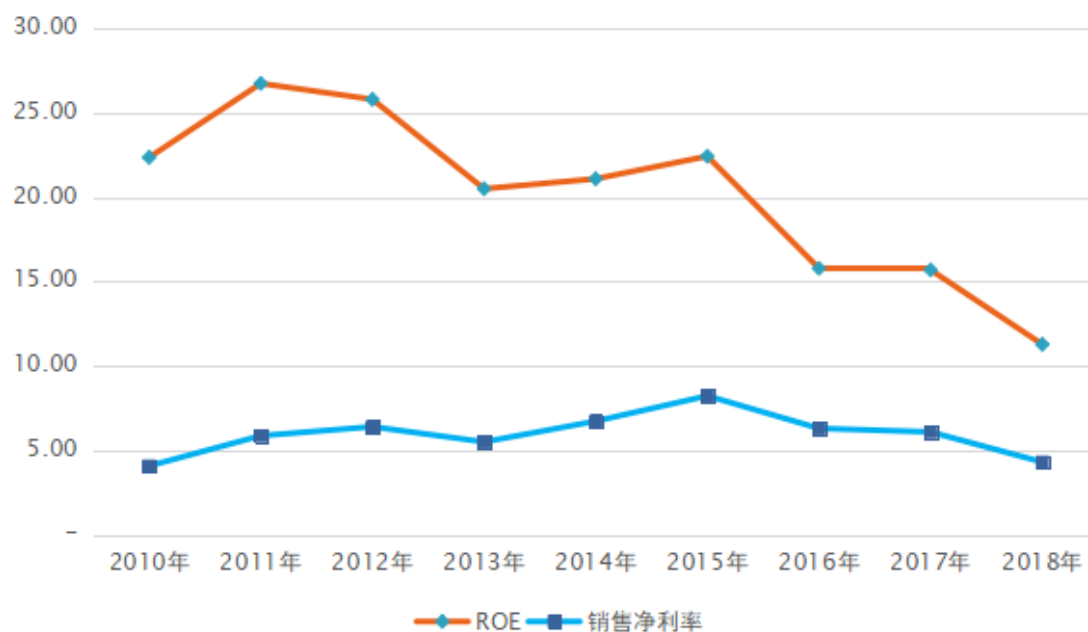
图：承保利润率 (单位: %)

来源：并购优塾



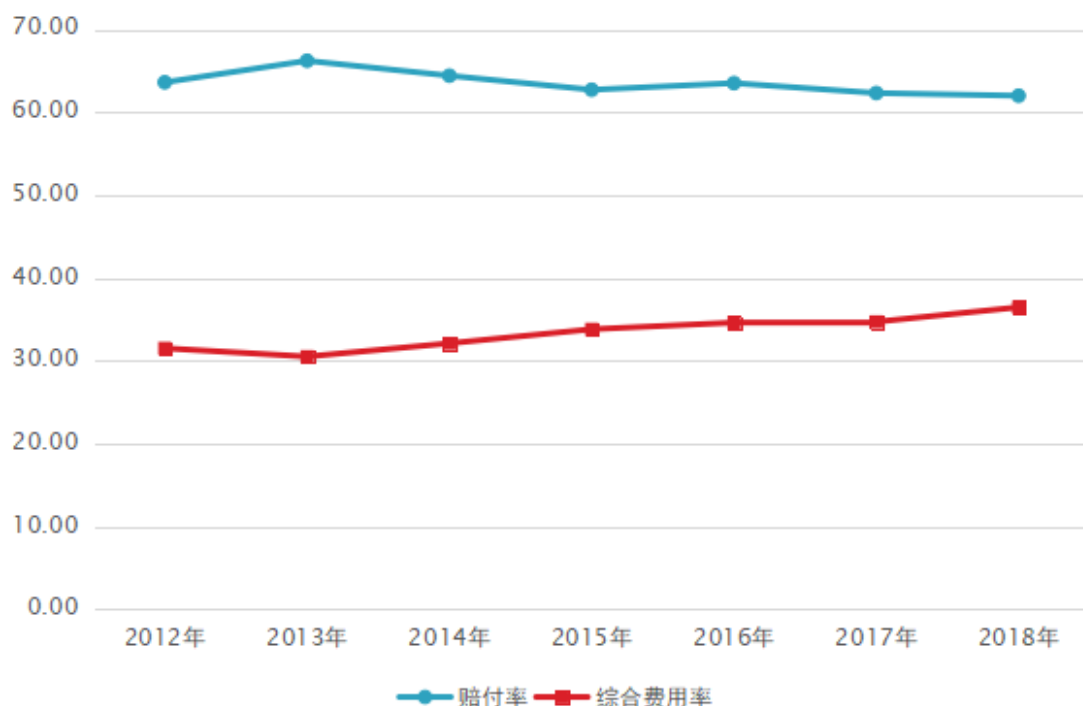
图：投入回报 (单位: %)

来源：并购优塾



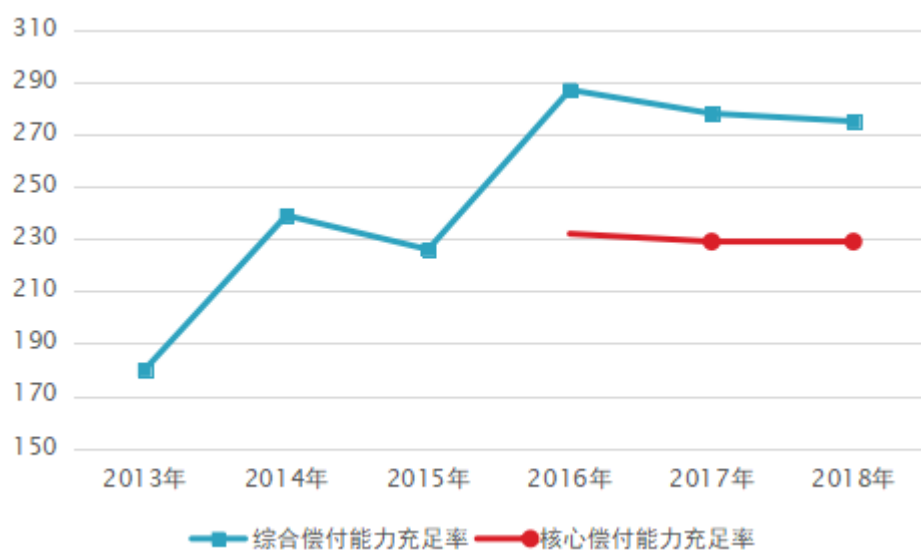
图：ROE、销售净利率（单位：%）

来源：并购优塾



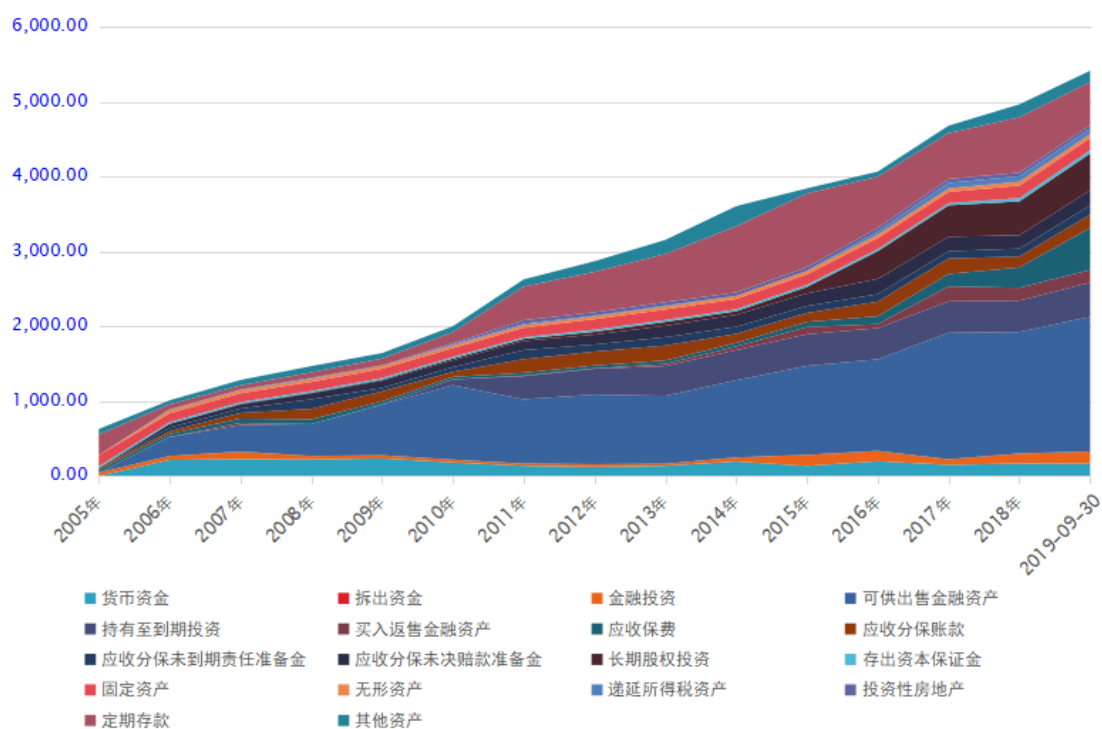
图：赔付支出率、综合费用率（单位：%）

来源：并购优塾



图：偿付能力充足率（单位：%）

来源：并购优塾



图：资产结构（单位：亿元）

来源：并购优塾



图：股价及 PE（单位：港元/倍）

来源：理杏仁

看完这组基本面图表后，重要的问题来了——如果将这家公司放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这家公司做建模，应该从什么地方入手？

— 02 —

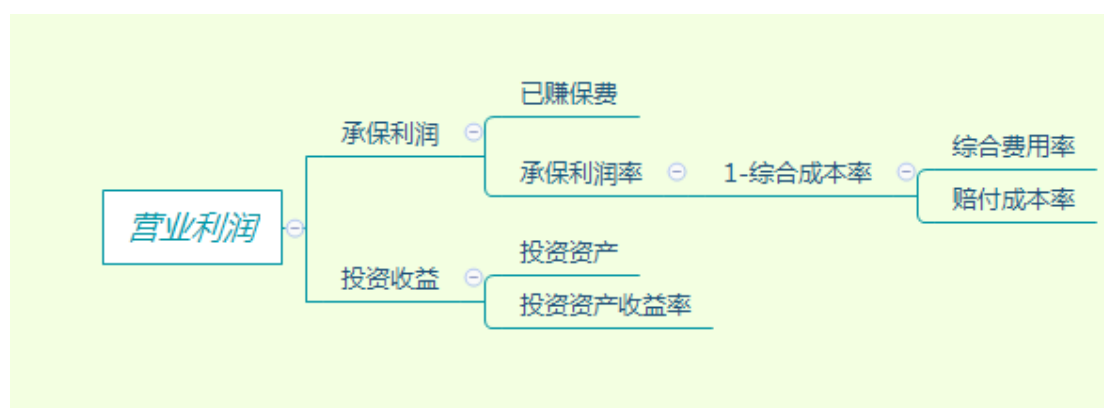


同行业，回报分析



在优塾团队的投研体系之下，对任何公司做分析的第一步，都始于回报分析。

财险公司的盈利驱动包括两部分：承保利润、投资收益（寿险公司也是赚这两块的钱，只是寿险公司承保利润率相对较低）。我们根据盈利来源，将 ROE 进一步分拆：



图：利润结构

来源：并购优塾

$$ROE = \left[\text{承保利润率} * \frac{\text{已赚保费}}{\text{净资产}} + \text{投资资产收益率} * \frac{\text{投资资产}}{\text{净资产}} \right] * (1 - \text{所得税税率})$$

$$= [\text{承保利润率} * \text{承保杠杆} + \text{投资资产收益率} * \text{投资杠杆}] * (1 - \text{所得税税率})$$

此处，影响 ROE 水平的因素，我们分别来看：

1) 先看承保利润率——取决于保险业务本身的成本控制能力。根据一般金融理论，企业占用资金需要支付相应的利息成本。而财险公司在先收费，后赔付的模式下，获得承保利润，就意味着浮存金的资金成本为负值。这也是巴菲特对保险行业“浮存金”模式夸赞不绝的一大原因。

2) 杠杆水平——包括承保杠杆、投资杠杆。承保杠杆水平由承保业务开展情况决定，杠杆提升的可控性较弱；投资杠杆水平提升依赖于浮存金或外部融资的增加。其中，浮存金仍要依赖于承保业务（伯克希尔哈撒韦旗下的 GEICO 保险，浮存金占投资资产的 40%-50%）。而投资杠杆，也依赖于承保业务积累的浮存金水平。 3) 投资收益率——对于传统保险公司的投资端来讲，其资产配置收益

的稳健性，以长期利息、股息以及租金类收益为主，大幅提升的空间不大。一般情况下，成熟市场保险公司的投资收益率，比 10 年期国债收益率高 2 至 2.5 个百分点。

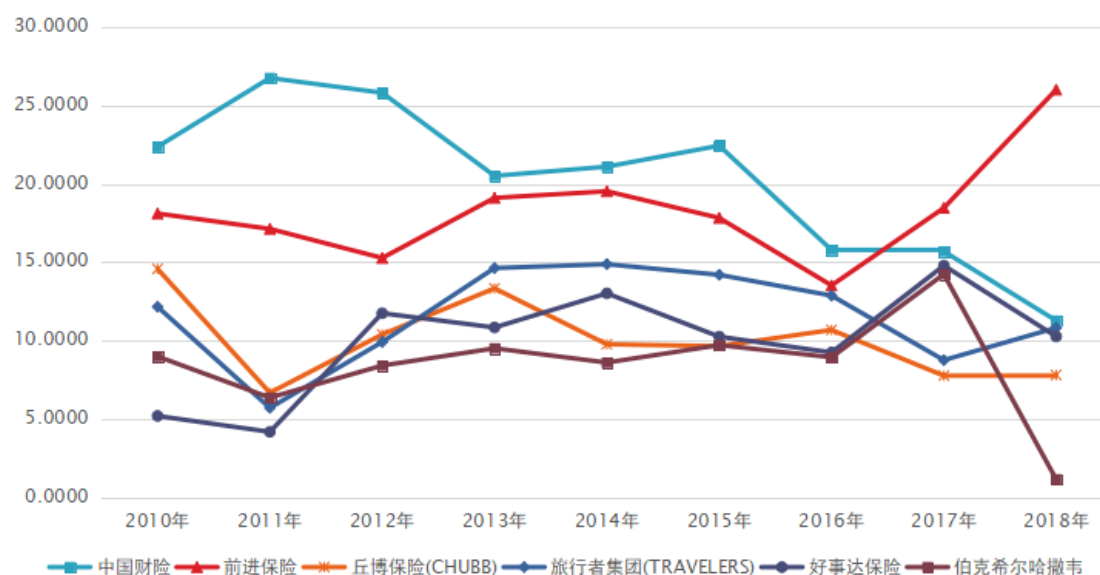
综上，可以发现，持续获得承保利润，在承保业务杠杆和投资业务杠杆作用下，财险公司就能获得较高的 ROE，浮存金的“负成本”优势会通过复利的形式放大，实现业绩的长期复利，这就是财险公司经营模式的优势所在（寿险、银行均涉及储蓄属性，但寿险和银行均有资金使用成本，从这一点来说，财险无疑是更好的生意）。

长期来看，财险业务盈利模式简单清晰，相比于寿险、银行，受长端利率变动及宏观经济影响较小。根据保监会数据，财险公司量化风险中主要是保险风险（财险本身的复杂性、不确定性），占比达 56.8%，寿险公司由于长期业务和长期投资资产占比较高，利率风险占比 87%，因而受长期利率下行影响较大。

同时，寿险的承保利润率低于财险，较为依赖投资收益，因而周期属性也更强。回到本案，近三年其 ROE 分别为 15.79%、15.69%、11.28%，ROA 分别为 4.02%、3.96%、2.88%，这个水平到底如何，我们来和国内、美国同行业做个比较：

| 证券简称 | ROE | | | ROA | | | ROIC | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
| 中国财险 | 15.79 | 15.69 | 11.28 | 5.27 | 5.82 | 4.73 | 4.02 | 3.96 | 2.88 |
| 前进保险 | 13.52 | 18.47 | 26.01 | 5.10 | 6.36 | 7.81 | 3.31 | 4.48 | 6.19 |
| 旅行者集团 (TRAVELERS) | 12.88 | 8.76 | 10.82 | 4.41 | 3.04 | 3.19 | 3.01 | 2.02 | 2.43 |
| 好事达保险 (ALLSTATE) | 9.25 | 14.79 | 10.27 | 2.86 | 3.91 | 2.74 | 1.76 | 2.89 | 2.00 |
| 丘博保险 (CHUBB) | 10.68 | 7.76 | 7.81 | 4.24 | 2.65 | 3.16 | 3.15 | 2.36 | 2.37 |
| 伯克希尔哈撒韦 | 8.94 | 14.24 | 1.15 | 6.34 | 4.42 | 1.11 | 4.13 | 6.83 | 0.57 |
| 中国太保 | 9.10 | 10.89 | 12.55 | 2.09 | 2.44 | 2.67 | 1.24 | 1.34 | 1.44 |
| 中国平安 | 17.39 | 20.80 | 20.86 | 3.46 | 4.07 | 4.19 | 1.23 | 1.50 | 1.60 |

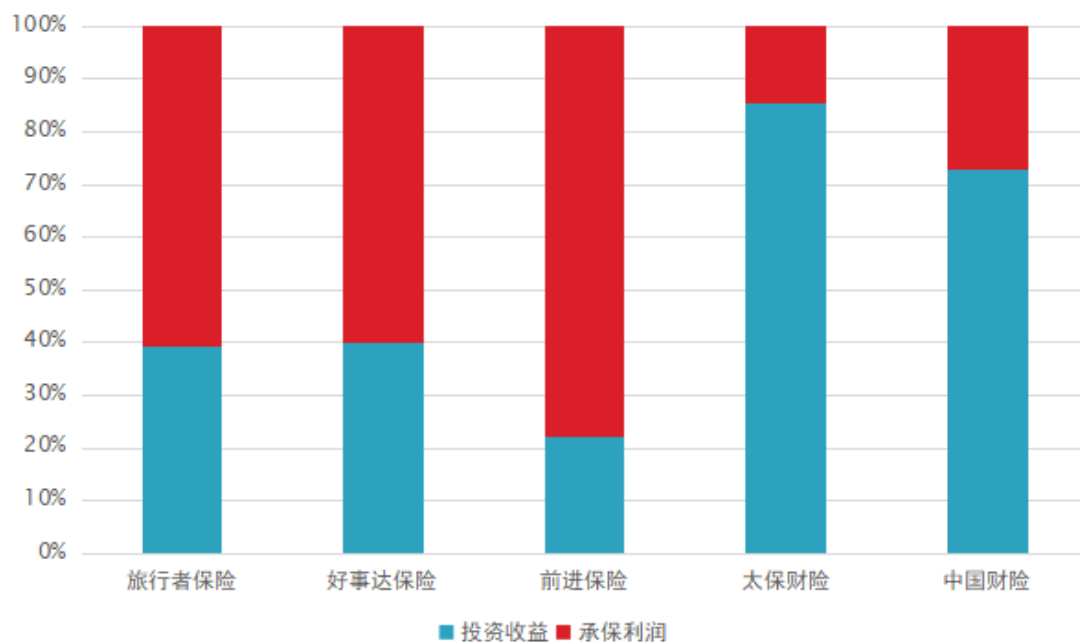
图：投入回报对比（单位：%） 来源：并购优塾



图：财险代表公司 ROE 对比（单位：%） 来源：并购优塾

由于平安有寿险,不好直接比,伯克希尔主要是再保险拉低整体 Roe。整体来看,本案中国财险、前进保险（全美第四大汽车保险,前几天在报告中提到过）ROE 处于较高水平。但是,二者 ROE 构成差异较大。其中：前进保险过去 5 年平均承保利润率为 7.2%，明显高于中国财险的 2.68%（平安财险 4.32%、太保财险 0%）；过去 5 年平均投资收益率为 2.2%（固收等收益稳定资产占比高,普通债券占比 68%），低于中国财险的 5.3%。

注意,此处对比国内、国外财险的利润结构,发现差异较大,国内财险（中国财险、太保财险）的利润,主要依赖投资收益,而国外财险（前进财险、好事达保险）的利润,主要来自承保利润。因此,从利润稳定性角度看,国内保险利润的波动性更大,海外财险巨头波动性更小。



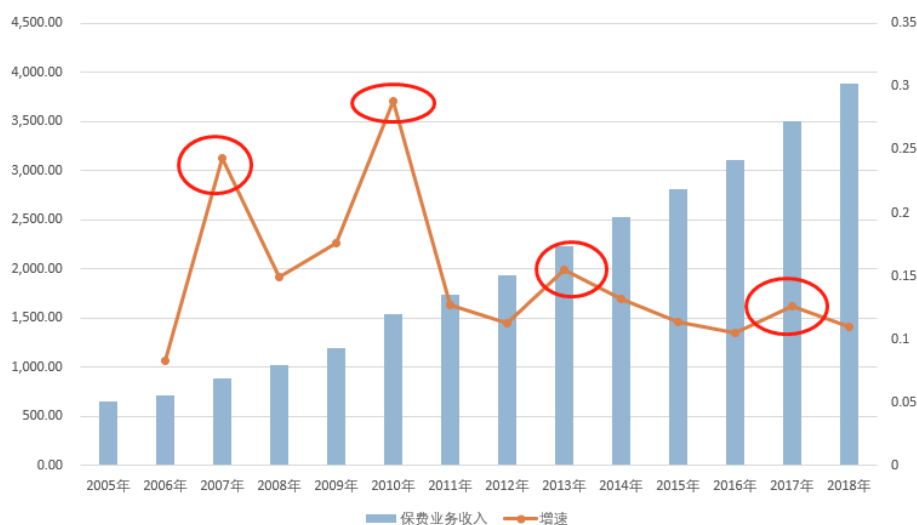
图：利润结构对比（单位：%）来源：并购优塾

那么，本案中国财险的承保利润率相较前进保险，差距体现在什么地方？带着这个问题我们往下看。

— 03 —



增长，核心



图：历史收入增速（单位：亿元、%）来源：并购优塾

从其历史增速看，主要经历了 4 个高点，其中：

- 1) 2007 年，收入增速 24.3%，主要是 2006 年 7 月开办实施的机动车交强险大幅增长；
- 2) 2010 年，收入增速 28.8%，主要是当年政府继续推行汽车下乡、购置税补贴政策，并提高以旧换新补贴额度等一系列利好措施，刺激了汽车销量大幅增长，机动车承保量明显增加。
- 3) 2013 年，收入增速 15.5%，主要得益于销售网络建设，当年其乡镇级网点覆盖率达到 89%，同时电销、网销新兴渠道业务增长强劲，同比增长 45.4%；
- 4) 2017 年，收入增速 12.6%，主要是当年非寿险业务中的意外及短期健康险（健康中国战略）、责任险，增速较高，分别为 30.79%、23.87%。

综上，可以看到，本案增长的主要驱动主要来自：汽车销量（外生动力）、渠道布局（内生动力），以及非车险业务的增长。同时，汽车行业的政策刺激，对本案也是个利好。

接下来，我们以采用自上而下的分析方法，对本案做分析。对长期增长情况，可以用公式表示如下： $\text{财险保费收入} = \text{财险行业保费收入} * \text{中国财险市占率}$ 。两个关键变量，我们挨个分析。

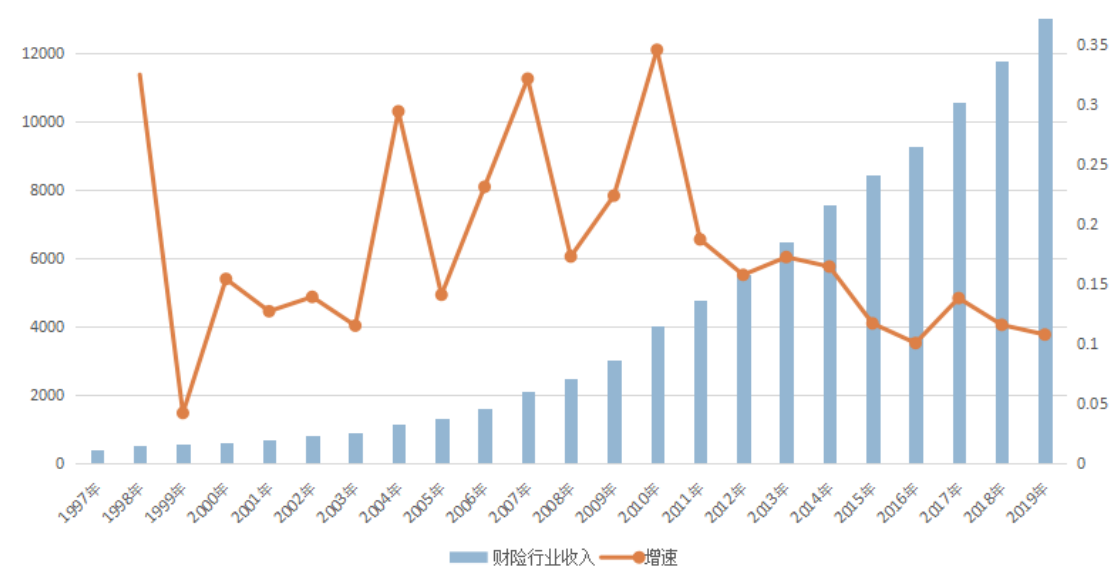
— 04 —



行业，差距

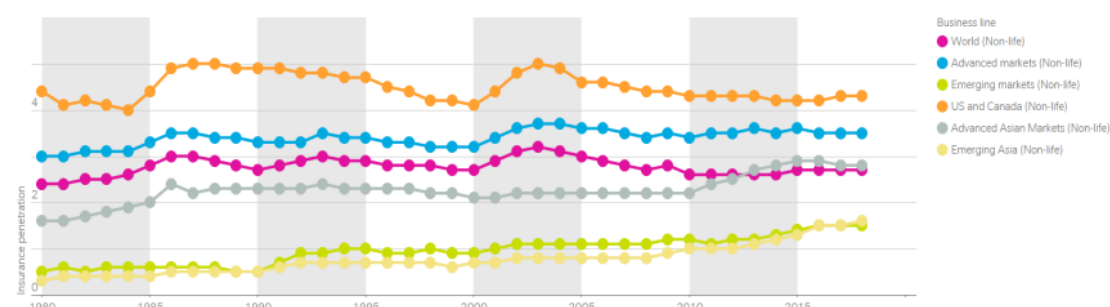


2010 年至 2018 年，我国财险行业保费收入从 4027 亿元增长至 11756 亿元，年均复合增速 14.3%，但增速近年来维持下滑趋势，主要是受国内车辆消费增速下滑影响，车险收入增速放缓。财险保单期限一般在 1 年左右，更换率明显高于寿险，在保险细分子赛道中，具有“快消品”属性。



图：财险行业收入及增速（单位：%）来源：wind、并购优塾

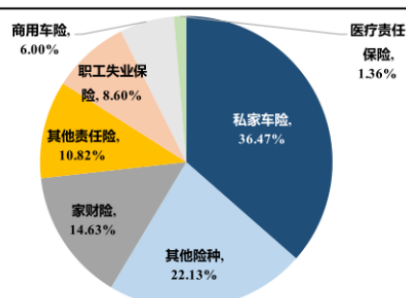
我国财险行业仍处于较低发展水平，提升空间较大。2018 年，全球财险密度为 312 美元/人，而我国财险密度仅 185 美元/人，较发达国家（北美 2603 美元/人、欧洲 1298 美元/人）水平有 6-15 倍的上升空间。全球财险市场深度 2.78%，我国财险深度仅为 1.28%（统计局口径），未来至少有一倍的增长空间。



图：财险深度（单位：%）来源：sigma

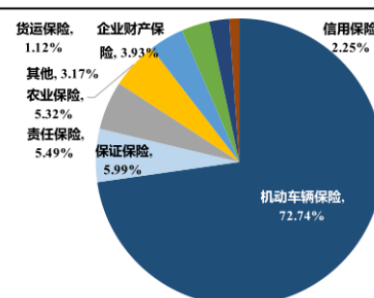
此外，从结构看，国内财险多元化空间也很大。根据 NAIC 数据，2018 年美国财险市场中私家车险业务占比较高，为 36.5%，加上商用车险（6%），车险合计占比 42.4%，不足一半，其余均为非车险，其中：家庭财险、责任险、员工失业险规模较大，占比分别为 14.6%、10.8%、8.6%。对标美国的财险业务结构，我国车险份额占比 70%左右，而非车险业务（如农险、责任险、保证险）体量及规模仍小，有望成为财险保费增速的主要驱动力。

图 18：2018 年美国财险行业保费收入结构



数据来源：NAIC，东吴证券研究所

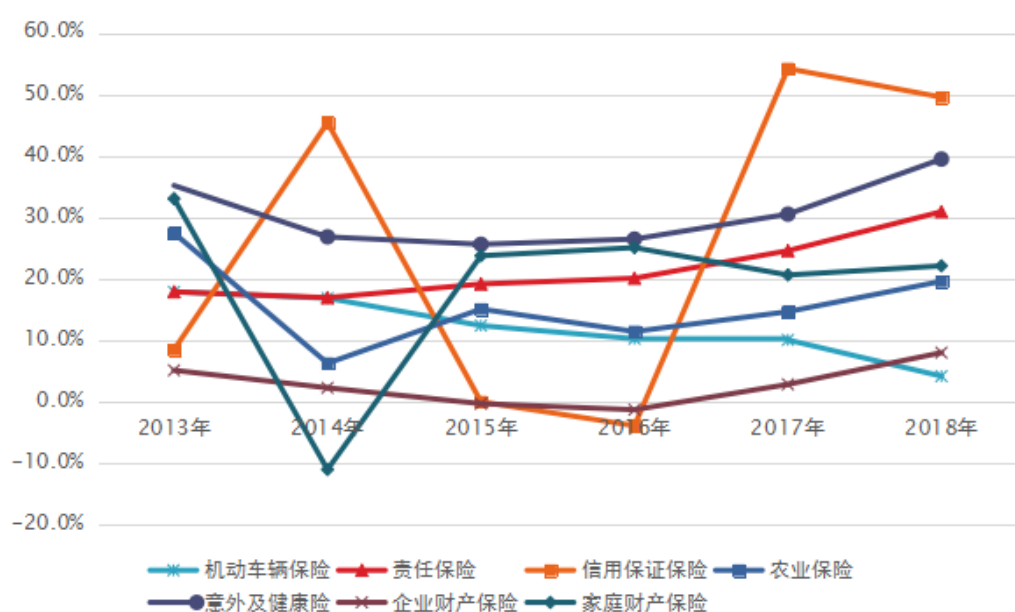
图 19：2018 年中国财险行业保费收入结构



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：财险结构对比（单位：%）来源：并购优塾

分险种看，意外及健康险、责任保险、农业保险等非车险业务增速均超过车险（降至 10%以下）。



那么，未来财险深度的提升，到底靠什么？

— 05 —



增长，驱动



财险发展的驱动力主要来自两方面：经济发展（内生动力），产业政策（外生动力）。

1) 财险发展的内生动力是经济发展，从国际经验来看，人均 GDP 与保险发展呈 S 型曲线关系：人均 GDP 接近 1 万美元时，是发达国家保险业发展进入到快车道的节点，而我国目前的人均 GDP 水平约为 9400 美元，逼近这个关口。我们结合细分险种来看：信用保证保险——2018 年，我国信用保证保险的保费规模为 887.6 亿元，同比上涨 49.53%，近五年年复合增速为 22%。其驱动力是消费信贷，而这背后是随着人均收入水平的提高，人们的消费升级需求增加，相关分析可以回看我们对**众安在线**的建模报告。（详见专业版报告库，此处不赘述）

2) 外生动力是产业政策，典型的如车险中的交强险。由于我国居民投保意识薄弱，非车险保费的增长，同样很大程度上依赖于政策推动。其中：

农险——2019 年，农险规模 672 亿元，近 10 年复合增速接近 20%，保费占比由 3.4%提高至 5.2%，粮食产量受气候变化的影响较大，农业生产不确定性会降低生产意愿，对粮食产量带来不利影响（粮食自给率为 84.31%，低于世界安全标准 90%，有一定的粮食供给风险）。而农户可支配收入较低，因此，中央财政出台政策，持续提高对农业保险补贴力度（中西部 47.5%、东部 42.5%），降低

承保门槛，增加农户灾害承受能力。以美国为例，1994 年，美国农业部要求农民在购买农业保险前提下，才能获得自然灾害救助，导致次年农业保险购买规模猛增 60%。

责任险——2010-2017 年，责任险原保险保费收入复合增速达 20.9%，保费占比由 2.9%提高至 4.3%。责任险的承保对象是法律赔偿风险，包括医疗、食品安全、环境污染等责任险，**这与法律发展程度相关**，美国责任险保费占比在 10%左右，远超于国内目前 4%的水平。近年来，监管层将强制投保医疗责任险纳入相关法规，扩大医疗责任险覆盖面，2015 年已覆盖约 6.5 万余家医疗机构。同时，拓展食品安全责任保险、环境污染责任保险等险种的试点省份，推动责任险保费快速增长。

综上，中国财险规模的预测，主要考虑到财险结构与日本接近（车险：非车险比例为 68%：32%），且人均 GDP 水平相当于日本 1978 年的水平，我们对标日本 1988 年的财险深度（约为 2%），*假设远期我国财险深度从目前的 1.28%，上升至 2%。此处是一个相对保守的估计。* **确定下来保险深度后，即可根据未来 GDP 增速（机构预测 2019 年至 2028 年，GDP 增速从 6.2%下降至 5.2%），以及保险深度的公式（财险深度=保费收入/GDP），就可以粗略预测未来我国未来财险保费收入规模，未来 10 年复合增速大约为 10.32%。**

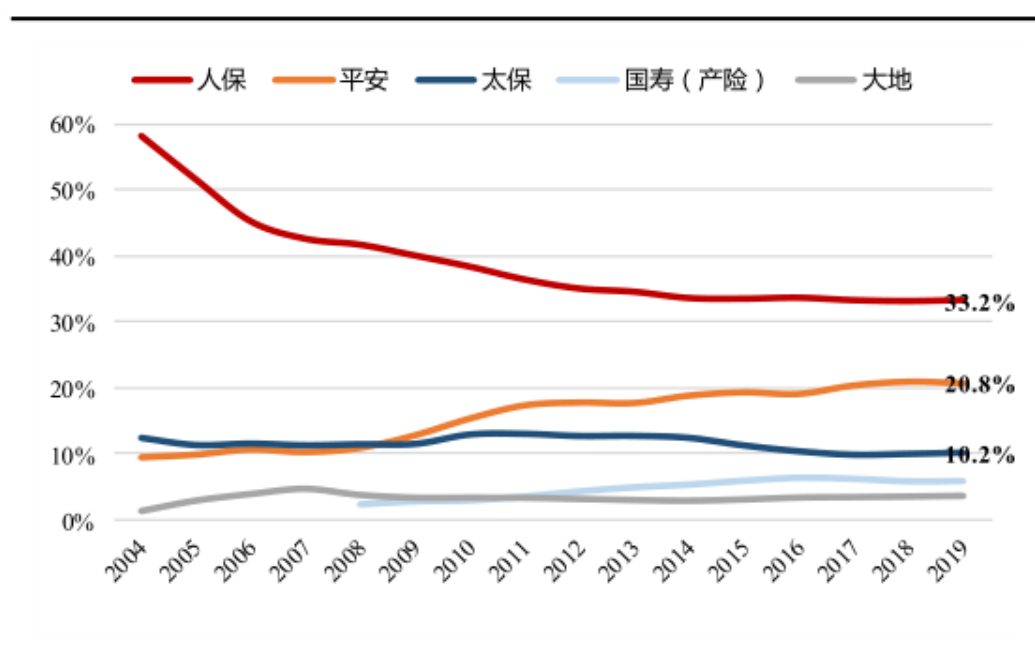
— 06 —



市占率，逻辑



目前，我国财险行业集中度较高，CR3 维持在 64%左右，本案中国财险市占率约为 33%。中国财险的市占率在前期有所下滑，主要是由于保险牌照放开，参与者从 1999 年 12 家上升至 2018 年的 88 家，之后保持稳定。



图：财险 CR5 的市场份额 来源：东吴证券

行业竞争策略一般有两种：规模化竞争、差异化竞争。之前，在**中国太保**建模报告中我们提到，日本 CR3 为 81.8%，集中度同样较高，但是美国 CR5 小于 35%，竞争格局分散，行业主打差异化竞争。（关于中国太保的报告，详见专业版报告库，此处不详述）

以美国私家车险为例，前四名分别为：州立农业（16%）、伯克希尔哈撒韦（14%）、前进保险（12%）、好事达（9.3%），而在美国商用车险，排名又不一样：前进保险（12.44%）、旅行者保险（6.24%）、利宝互助（4.21%）。不同的竞争格局背后，主要跟财险结构有关——日本与中国一样，财险中车险占比较高（70%左右），而美国只有 42%。

注意，车险的查勘、核保、核赔等线下服务属性强，更容易通过渠道壁垒形成规模效应、地域属性的护城河；服务网络的覆盖广度和落地服务能力，直接影响客户体验。

我们以本案为例：它拥有 1.4 万个分支机构和服务网站，其中有 37 家省级分公司、353 家地市分公司、2.5 万个乡镇保险服务站，和近 30 万个村级保险服务点，乡镇级网点覆盖率达 98%。同时依托网点优势，支撑全国范围的“通保通赔”与“异地出险、就地理赔”等保险服务。规模优势带来修车成本、运营成本、筛选客户和定价优势。表现在财务数据上是：2018 年，财险行业承保亏损 13.6 亿元，而中国财险、平安财险、太保财险的承保利润分别为 53 亿元、84.8 亿元、15.8 亿元，车险方面，2018 年行业承保利润 10.5 亿元，中国财险、平安财险、太保财险的车险承保利润分别为 38.9 亿元、43.5 亿元、13.9 亿元。数据可见：头部公司获得大量承保利润，多数参与者出现承保亏损，马太效应明显。

可以说，财险市占率的提升核心在于成本控制，持续获得承保利润。那么，未来行业的承保利润会如何变化，业绩分化的现象是否会改善，从而影响竞争格局？

— 07 —



政策，影响



长期来看，本案仍将保持较高市占率，原因在于：行业政策。与医药行业类似，保险行业尤其是车险，还在早期阶段，规范行业发展的政策较多，我们主要看商车费改（商业车险条款费率管理制度改革）、报行合一。

车险保费的定价公式为：

保费=基准保费×费率调整系数 其中，基准保费=基准纯风险保费/（1-附加费用率） 费率调整系数=无赔款优待系数×交通违法系数×自主渠道系数×自主核保系数

2015 年，车险定价市场化，国家首次提出“商车费改”，提高保险公司自主定价的空间——自主渠道系数、自主核保系数可以依照定价浮动区间进行定价，引入良性市场竞争机制。虽然定价端有下降压力，但为了抢市场份额，更多的险企将资源投入到渠道推广端，导致费用率提升，逐渐背离改革初衷。比如，平安财险 2015 年、2016 年手续费及佣金占比分别为 14.7%、16.6%，渤海财险分别为 14.4%、21.3%。

高佣金、推广费等手段，本质上是价格战，这也正是本案近年来投入资本回报率下滑的原因。

为了遏制恶性竞争，抑制过高的渠道费用，2017 年 6 月，保监会进行二次商车费改，一方面，再度调整各地自主渠道系数及自主核保系数，进一步放开浮动范围，控制定价端；同时，对车险综合成本率、综合费用率、未决赔款准备金提转差率进行阈值监管，控制费用端。*(其中：车险综合成本率、费用率等指标不高于前三年平均值；未决赔款准备金转差率不低于前三年平均值。)*

二次费改通过阈值监管，限制渠道端的价格战，小公司无法通过补贴手续费抢占市场，龙头险企市场份额提升，CR3 从 2016 年的 63.07%，提升至 2018 年初的 65.3%。2018 年 3 月，第三次“商车费改”扩大范围、继续推进，放开四川、山西等七个地区的系数范围，并在 4 月放开广西、青海和陕西等三地系数的自主定价权。与此相应的是，2018 年 8 月，“报行合一”和车险手续费行业自律开始实行。报行合一，是指保险公司报给银保监会的手续费（包括手续费、服务费、推广费、佣金等），需要与实际使用的费用保持一致。行业自律确定了执行手续费的上限标准：根据业务规模，新车手续费为 25%至 30%，旧车手续费为 20%至 28%，进一步限制小企业无法通过提高佣金、推广费等手段恶性竞争。

因此，综上政策推动，预计车险市场将有一个出清的过程，部分中小公司被淘汰，或兼并收购，另一部分进入细分领域等。

从日本、德国费改的经验看，都有费改政策，并且费改后的行业集中度均有所提升。其中，日本还因费改掀起了兼并重组的浪潮，1999 年到 2001 年，先后有超过 12 家财险公司进行资产重组。

综上，由于竞争格局是影响估值的核心因子之一，同时考虑国内中小产险公司未来可能通过差异化竞争占有一席之地。比如鼎和财险和英大财险（前者股东为南方电网，后者为国家电网）聚焦电力板块，阳光农险聚焦农业保险。

所以，此处我们对于市占率设置情景开关：

乐观假设：考虑到费改有利于龙头集中度提升，本案在车险、非车险领域都能保持竞争优势地位，假设市占率保持 2019 年水平 33.2% 不变；

悲观假设：如果中国财险内部结构优化，有其他竞争者参与到非车险领域的竞争，对本案的竞争格局形成一定的冲击。同时，由于我国竞争财险竞争格局与日本更接近，此处对标日本财险龙头，东京海上日动火灾保险，假设市占率下降到其市占率水平 29.3%。

— 08 —



逻辑，交叉印证



综合以上数据，我们预测的近三年的收入增速分别为 11.03%、11.6%、11.4%。

这里，我们结合“预披露数据”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

方法一：披露数据——根据其披露的 2019 年保费情况，其实现 4316.44 亿元保费收入，同比上涨 11.03%。

方法二：外部分析师预期——这里我们选取 180 天内 3 家机构在 2019 年-2021 年的预测，营收增速为 8.9%、11.33%、18.55%，利润增速为 63.45%、0.1%、11.6%。天风证券：车险受新冠影响较小，责任险、农险正处于发展机遇期，政策支持力度较大，预测增速分别为 9.94%、10.10%、8.48%；国信证券：商车费改有利于凸显龙头险企价值，保费增速也会有所改善，非车险保费占比提升，成为新的保费增长点，预测保费增速分别为 14%、14%、15%。

方法三：内生增速——按照公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。其近三年平均分红率约为 34%，近三年平均 ROE 约为 14.25%，通过计算，得到内生增速为 9.4%。整体来看，我们通过上述方法所测算的数据，与机构预测差异不大。

至此，收入层面已经分析完毕，接下来，我们看另一个问题：利润表，该如何建模？

— 09 —



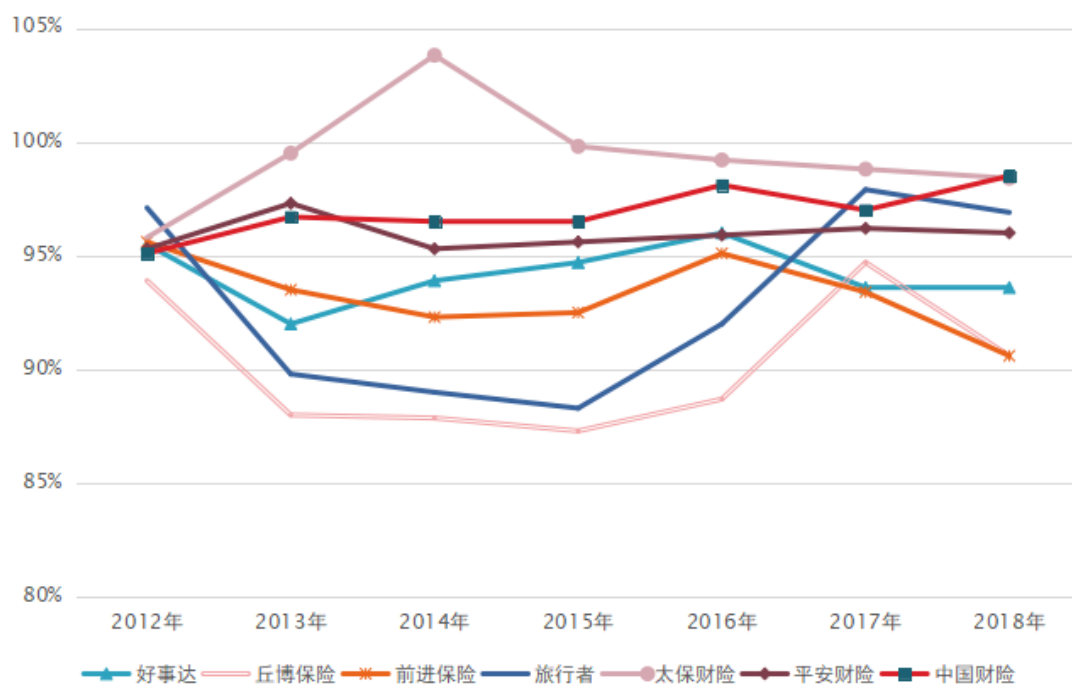
利润表，建模



首先，承保端：承保利润高低，和综合成本率有关。注意，**综合成本率是衡量财险业务质量的核心指标**，包括赔付支出（赔付率）、费用支出（费用率）两部分。

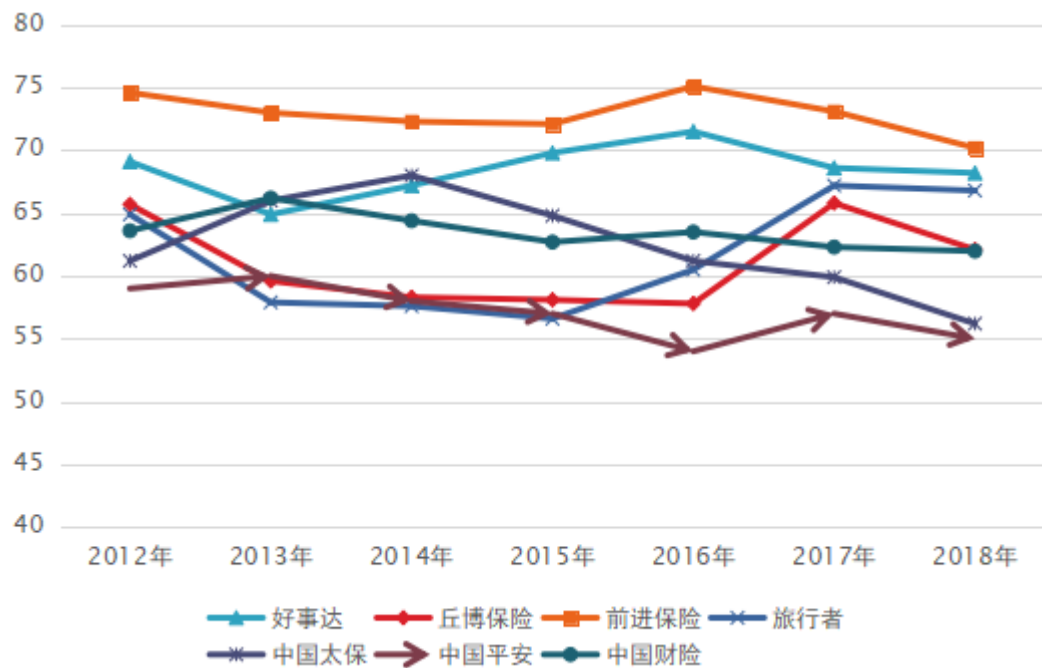
即：**综合成本率=综合赔付率+综合费用率**。本案中国财险的综合成本率在 97% 左右，略高于中国平安（约为 96%），以及国外同行（一般在 95% 以下）。但财

险行业的综合成本率基本稳定在 90%至 100%之间。我们拆开分别来看。



图：综合成本率（单位：%）来源：并购优塾

- 1) **综合赔付率方面，国内差异不大，但整体要低于国外。** 与国内同行业相比，其多数年份高于平安产险、太保产险，主要原因是高赔付率（80%以上）的意外及健康险占比较高，2018 年为 10.4%，高于平安产险的 2.3%。



图：综合赔付率(单位：%) 来源：并购优塾

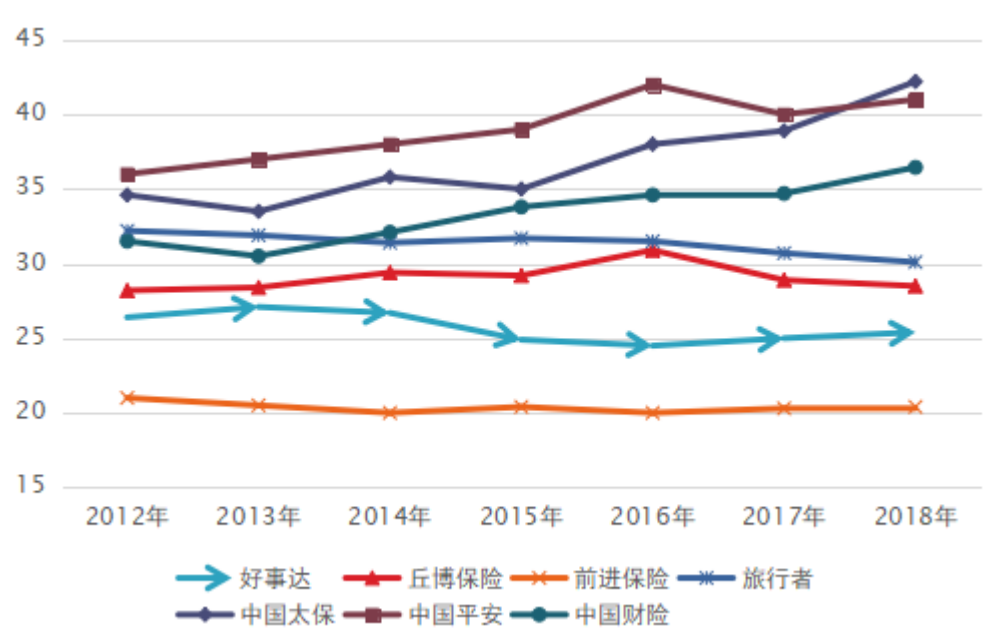
不过，本案赔付率呈下降趋势，从 2010 年的 67.4%下降至 2018 的 62%，目前处于历史较低水平，主要受益于禁止酒驾等法规，以及商车费改中无赔款优待系数（NCD 系数）的应用，导致车险出险率下降。与国外财险公司相比，我国的赔付率（60%-64%），显著低于美国 67%-80%的赔付率。国内赔付率未来大概率会逐步上升，原因仍然是商车费改，因为定价系数的放开，会导致件均保费下降，从日本、德国费改的经验来看，也可以印证这一点。

1998 年，日本车险市场化以后，赔付率出现明显上升（1998 年至 2001 年，60%上升至 66%），1995 年，德国将车险保费的条款及费率制定权下放至保险公司，车损险车均保费从 1994 年的 450 欧元下降到 2000 年的 300 欧元，降幅达 33%，1999 年全损险的赔付率较 1994 年上升 12.9 个百分点。

此处，我们假设未来 5 年本案的赔付率，从 2019 年的 66.2%，上升至前进保险

5 年均值 72%，之后维持不变。（不采用日本车险公司的赔付率水平，因为报表科目项不规范，统计存在失真的可能，此处以美国市场为主要参考）

2) 再看综合费用率，主要包括佣金及手续费、业务管理费等，本案费用率从 2012 年的 31.5% 上升至 36.45%，呈上升趋势，主要因为商车费改带来的行业竞争加剧，渠道投入增加。 与国内同行相比，本案费用率低于平安产险、太保财险（费用率分别为 41.1%、42.1%），主要是车险等线下服务属性强，本案渠道布局广，规模效应显著，其行政管理费用率从 2013 年 3.8% 降至 2018 年 2.4%。此外，非车险中费用率较低的政策性业务占比较高，如意健险、农险等（费用率分别为 10.3%、22.8%），拉低总体费用率水平。



图：综合费用率（单位：%） 来源：并购优塾

但是，与国外同行相比，国内费用率（约为 32%-37%，渠道佣金高）均高于美国 27% 左右的费用率。但是，随着商车费改、报行合一的推进，预计行业费用率

会逐步下降。从日本费改看，行业费用率从 1997 年的 31.8%下降至 2000 年的 28.8%。2019 年，本案整体费用率降至 33%，其中主要的原因就是车险业务的费用率从 38.1%降至 36.5%。假设本案综合费用率从 2019 年的 33%，逐渐降至好事达的水平 24%。

值得注意的是，财险公司核心指标是承保利润率，而美国前进保险的费用控制十分出色，主要原因是：

1) 优秀的风险定价能力，敢于使用创新性风险定价因子，和外部风险因子，与竞争对手相比，前进保险的被保险人风险特征分组更细，保险产品价格的范围也更大。例如 20 世纪 50 年代的时候大多数保险公司不会考虑将年龄作为风险因子，但前进保险会根据被保险人的年龄进行定价，从两个年龄组开始逐渐扩展到 11 个年龄组。[1]

2) 费用控制方面，美国的保险代理人分为两种，一种是 du 立代理人（可以同时代理多家保险公司的产品），另一种是 du 家代理人（只能销售一家保险公司的产品）。前进保险的代理人是前者，费用率在 20%左右，而好事达的代理人是后者，平均费率在 25%左右。

3) 此外，前进保险加大直销渠道力度，费用率约在 19%左右，从以直销为主的 GEICO 看，直销模式下整体费用率低至 17%，比行业低 10 个百分点。因此，对标前进保险，本案如果通过提升定价能力、优化渠道结构，未来的费用率仍有较大改善空间。以上，看完承保利润，再来看投资收益。

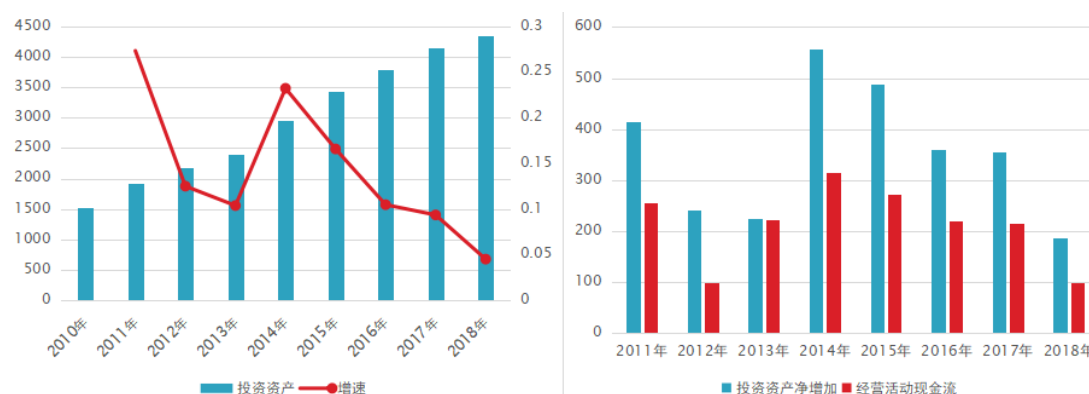
— 10 —



投资资产、投资收益率



1) 投资资产——主要来自浮存金、净资产中用于投资的部分，以及部分外部融资，2018 年，本案总投资资产规模 4342 亿元，2010 年至 2018 年复合增速 14.1%，但 2015 年之后增速放缓，主要是承保业务承压导致经营活动现金流下滑。此处，是受到前述的价格战影响，在政策规范后，大概率会回升。此处，我们假设其投资资产增加额占已赚保费的比重，保持 2018 年的水平 5.44%。

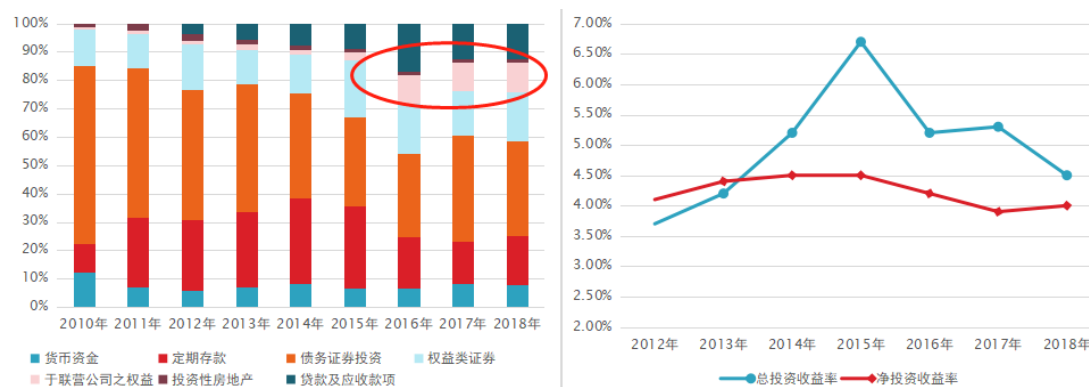


图：投资资产及增速 (单位：亿元、%) 来源：并购优塾

2) 投资收益——以利息为主，其中，利息收入基本保持在 50%以上，投资收益率整体表现整体稳定。其中，2012 年~2018 年平均总投资收益率为 4.97% (2015 年由于经历牛市，比例较高)，与平安财险的总投资收益率基本相当，净投资收益率基本维持在 4% 以上。资产配置方面，基本以固定收益类资产为主，2018 年固收类资产占比 63% (包括定期存款 17%，债权类证券 33%，贷款和应收款 12%)。从配置趋势上来看，近年来定期存款及债券配置占比小幅下行，联营公

司投资占比有所增加，主要是 2016 年，其收购华夏银行 19.99%股权，联营公司投资占比从 2015 年的 2.5%上升至 2018 年的 10.43%。

此外，联营公司收益占比从 2015 年的 2.22%提升至 2018 年的 22.53%，在权益类资产配置上可能长期持有，预计将进一步提高投资端的稳定性。对比国外财险公司来看，好事达以优质债券为主，占比 70%以上，前进保险投资级债券占比 60%以上，伯克希尔哈撒韦旗下的车险公司 GEICO，资产配置比例中，股票占比 60%左右，这个属于行业个例。



图：投资资产结构&投资收益率（单位：%）来源：并购优塾

考虑远期利率下行可能，《并购优塾》假设，本案投资资产收益率从近三年均值逐步降至好事达水平 5%，而前进保险在 3%左右。

— 11 —



应收保费、预付账款



营运资本涉及的科目主要包括应收保费、预付账款，以及保险合同负债、应付分保账款 其他经营性负债，我们分别来看：

应收保费——2014 年至 2018 年，其应收保费占净保费收入的比例不断增加，从 6.88%上升至 10.91%，*此处，假设预测期保持 2018 年水平不变。*

此处需要说明一下，应收保费是应收未收的保费，类似于应收账款，主要是分期缴纳的保费形成的，企业从开始承担责任的时候确认为应收保费。本案财报未解释此处比例上升的原因，优塾团队内部讨论认为，这个比例上升不一定是话语权放宽，可能是分期缴纳形式的保费比重上升。以国外好事达等财险巨头为例，比例比本案更高，有的甚至达到 40%。此处，是一个调研点，如果有机会可向管理层提问。

预付账款——主要是预付保证金、其他应收款等，预付账款占已赚保费的比重稳定在 5%左右，因此假设预测期，*预付账款占已赚保费的比重保持近三年均值 5.1%。*

保险合同负债——主要是提取的未到期责任准备金、未决赔偿准备金等各种保险合同准备金，属于保险公司对保户的负债，但保险公司却可以占有这部分资金的部分或全部投资收益权，近似等于浮存金。在财险公司业务的快速发展阶段，已赚保费增速较高，浮存金对投资资产的贡献度较高；随着发展步入稳健期，以及大量利润转化为净资产，浮存金对投资资产的贡献度将下降，而股东权益部分贡献度提升。

伯克希尔旗下的 GEICO 保险，浮存金占比维持在 40%-50% 的区间内，本案中国财险浮存金占比从 2006 年的 100%，下降至 2018 年的 57%。此处，假设随着行业成熟度的提升，浮存金占比逐渐下降至 50%。

应付分保账款——主要是分出保费，应付分保账款占已赚保费的比重在 4%-6% 左右，假设预测期保持近三年均值 5.42%。

其他经营性负债——主要包括预收保费、应付工资、应交税金、应付手续费等，2014 年至 2018 年，其占已赚保费的比重分别为 15.43%、17.21%、18.79%、19.33%、18.37%，呈上升趋势，主要是预收保费增加，此处假设预测期保持 2018 年水平不变。此外，还有部分资本支出，由于金额较小，我们简化预测：固定资产——2015 年至 2018 年，新购入的固定资产占保费收入分别为 0.72%、0.78%、0.60%、0.87%，假设预测期保持近三年均值，折旧/期初固定资产的比重保持近三年均值 0.75%。无形资产——本案近几年无新增无形资产，无形资产摊销/期初无形资产分别为 4.55%、4.39%、4.68%、5.62%，假设预测期摊销比例为 2018 年水平。

— 12 —



建模，到底如何构建



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

1) 未来增长空间——根据瑞再数据，2018 年，全球财险密度为 312 美元/人，而我国财险密度仅 185 美元/人，较发达国家（北美 2603 美元/人、欧洲 1298 美元/人）水平有 6-15 倍的上升空间。此外，全球财险市场深度 2.78%，美国 4%，德国 3.5%，我国财险深度仅为 1.28%，未来至少有一倍增长空间。

2) 收入驱动力——宏观层面主要来自人均收入水平提升，以及政策推动；微观层面主要看渠道布局。

3) 回报分析——2016 年至 2018 年，本案的 ROE 分别为 21.10%、22.44%、15.79%、15.69%、11.28%。

4) 核心护城河——一是品牌；二是规模效应；三是线下地域属性。

5) 竞争格局——本案为财险行业龙头，市占率 33%，CR3 在 64%以上，行业集中度较高，呈现强者恒强的局面。

6) 风险因素——A:宏观经济低迷导致保费增长承压；B:车险费改造成竞争加剧及承保利润下滑；C：资本市场波动导致投资收益不及预期。

7) 优塾团队内部讨论——近期我们分别研究了再保险、财险、寿险龙头，整体来说，财险是保险行业中更优质的细分赛道，再保险领域则没有起初想

象中那么好。财险赚两块的钱，一块是承保本身带来利润，二是浮存金投资收益。而寿险，承保利润本身较低，甚至很多还是负的，导致基本只能赚投资收益这块的钱。而一旦对投资收益依赖较大，则贝塔就会更强，受大盘影响不可避免。同时，寿险领域保单期限长，依赖投资收益，容易受到长端利率下行的影响。

而至于寿险相比财险，为何承保利润率低，一方面原因在于，寿险有个成本期限错配问题，虽然保单期限长，客户粘性更强，但成本费用是前期就要付出的，而利润要到保单存续几年之后才会逐步体现。因而，这也导致了寿险领域独特的逻辑：只有成立时间越长、规模越大的龙头，才有优势，财务数据也更好看。而新进入的玩家，财务数据一定是较差的。所以，寿险 VS 财险承保利润率，以及国内财险龙头 VS 国外财险龙头，将是接下来我们的研究中，会继续深入研究的主线。

研究到这里，建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行建模的表格测算.....

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：科技版建模案例库

以及：专业版建模案例库，

建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

| 长江电力 | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 资产负债表 Balance Sheet | | | | | | | | | | | | | |
| 单位：亿元人民币（特殊说明除外） | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 无形资产净值 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 资产总计 | 2,989.0 | 2,994.0 | 2,955.0 | 2,803.8 | 2,690.9 | 2,617.3 | 2,595.3 | 2,672.9 | 2,744.7 | 2,817.3 | 2,890.6 | 2,964.7 | 3,039.6 |
| 负债和股东权益 | | | | | | | | | | | | | |
| 融资缺口 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 28.9 | 32.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 短期借款 | 600.1 | 586.9 | 538.3 | 457.6 | 388.9 | 350.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 |
| 应付款项 | 2.5 | 1.9 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 其他流动负债 | 18.5 | 28.3 | 28.5 | 29.5 | 29.5 | 29.5 | 30.2 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 |
| 流动负债合计 | 621.1 | 597.0 | 568.3 | 517.5 | 452.1 | 381.1 | 346.8 | 347.5 | 347.5 | 347.5 | 347.5 | 347.5 | 347.5 |
| 长期借款 | 806.0 | 740.3 | 617.2 | 524.6 | 445.9 | 401.3 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 |
| 应付债券 | 276.6 | 301.5 | 342.7 | 291.3 | 247.6 | 222.8 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 |
| 负债合计 | 1,703.7 | 1,638.8 | 1,528.1 | 1,333.4 | 1,145.6 | 1,005.2 | 908.5 | 909.2 | 909.2 | 909.2 | 909.2 | 909.2 | 909.2 |
| 股本及资本公积 | 862.5 | 863.2 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 |
| 留存收益 | 622.7 | 692.0 | 763.9 | 807.5 | 882.4 | 949.1 | 1,023.8 | 1,100.8 | 1,172.6 | 1,245.1 | 1,318.5 | 1,392.6 | 1,467.4 |
| 股东权益合计 | 1,285.3 | 1,355.2 | 1,426.8 | 1,470.4 | 1,545.3 | 1,612.0 | 1,686.8 | 1,763.7 | 1,835.5 | 1,908.1 | 1,981.4 | 2,055.5 | 2,130.4 |
| 负债和股东权益总计 | 2,989.0 | 2,994.0 | 2,955.0 | 2,803.8 | 2,690.9 | 2,617.3 | 2,595.3 | 2,672.9 | 2,744.7 | 2,817.3 | 2,890.6 | 2,964.7 | 3,039.6 |
| 平衡吗？ | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK |

以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

| 海康威视 | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金流量表 Cash Flow Statement | | | | | | | | | | | | | |
| （单位：百万人民币，特殊说明除外） | 2016 A | 2017 A | 2018 A | 2019 E | 2020 E | 2021 E | 2022 E | 2023 E | 2024 E | 2025 E | 2026 E | 2027 E | 2028 E |
| 经营活动现金流 | | | | | | | | | | | | | |
| 净利润 | | | | 10,480 | 13,972 | 17,999 | 20,706 | 23,841 | 27,100 | 30,356 | 33,419 | 36,080 | 38,142 |
| 折旧 | | | | 702 | 1,010 | 1,346 | 1,712 | 2,112 | 2,477 | 2,764 | 2,966 | 3,076 | 3,088 |
| 摊销 | | | | 94 | 148 | 207 | 272 | 343 | 420 | 503 | 591 | 681 | 772 |
| 财务费用 | | | | -44 | -67 | -60 | -63 | -73 | -102 | -159 | -247 | -368 | -521 |
| （投资收益） | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| （非经常性或非经营性损益） | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营性资产减少【期初-期末】 | | | | -2,582 | -2,338 | -2,720 | -2,555 | -2,694 | -2,737 | -2,656 | -2,432 | -2,055 | -1,535 |
| 长期经营性负债增加【期末-期初】 | | | | 68 | 77 | 83 | 90 | 95 | 96 | 93 | 85 | 72 | 54 |
| 经营活动现金流 | | | | 8,720 | 12,802 | 16,855 | 20,163 | 23,624 | 27,254 | 30,901 | 34,381 | 37,485 | 40,000 |
| 投资活动现金流 | | | | | | | | | | | | | |
| 投资收益 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经常性或非经营性损益 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非核心资产减少 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| （固定资产购建） | | | | -2,932 | -3,444 | -4,001 | -4,604 | -5,238 | -5,177 | -4,947 | -4,535 | -3,941 | -3,184 |
| （无形资产购置） | | | | -590 | -693 | -805 | -926 | -1,054 | -1,183 | -1,308 | -1,422 | -1,519 | -1,592 |
| （新增长期待摊费用） | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期经营性资产减少【期初-期末】 | | | | -416 | -515 | -561 | -607 | -637 | -645 | -625 | -572 | -484 | -363 |
| 投资活动现金流 | | | | -3,938 | -4,651 | -5,367 | -6,137 | -6,929 | -7,005 | -6,880 | -6,529 | -5,945 | -5,139 |
| 融资活动现金流 | | | | | | | | | | | | | |
| （偿还期初融资缺口） | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| （财务费用） | | | | 44 | 67 | 60 | 63 | 73 | 102 | 159 | 247 | 368 | 521 |
| 短期借款增加 | | | | -4,104 | 440 | 478 | 520 | 546 | 553 | 536 | 490 | 415 | 312 |
| 长期借款增加 | | | | 969 | 959 | 968 | 992 | 1,022 | 838 | 639 | 422 | 188 | -55 |
| （归属于母公司股东的分红） | | | | -5,608 | -5,177 | -6,902 | -8,891 | -10,229 | -11,778 | -13,387 | -14,996 | -16,509 | -17,823 |
| （归属于少数股东的分红） | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本与资本公积增加 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | | | | -8,700 | -3,711 | -5,396 | -7,317 | -8,588 | -10,284 | -12,053 | -13,836 | -15,537 | -17,045 |
| 净现金流 | | | | -3,919 | 4,440 | 6,093 | 6,710 | 8,108 | 9,965 | 11,968 | 14,015 | 16,003 | 17,816 |
| 期初货币资金 | | | | 26,552 | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 |
| 新增融资缺口前的期末货币资金 | | | | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 | 117,752 |
| 现金分配 | | | | | | | | | | | | | |
| 所需资金 | | | | 1,770 | 2,079 | 2,415 | 2,779 | 3,162 | 3,549 | 3,924 | 4,299 | 4,674 | 5,049 |
| 融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 期末货币资金 | | | | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 | 117,752 |

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？

2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？

3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

— 13 —

除了这个案例， 你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近 5 年来**关于研究体系的思考历程，**近 3 年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构

必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为
联络相关负责人。