

灵犀金融(833109)
处于快速成长期的保险电商
基本数据

2017年3月9日	
收盘价(元)	-
总股本(万股)	4437
流通股本(万股)	1915
总市值(亿元)	-
每股净资产(元)	0.73
PB(倍)	-

财务指标

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4.11	15.24	70.73	495.11	1732.89
净利润(百万元)	0.16	-15.27	-22.89	-60.41	6.15
毛利率	48.2%	-21.8%	1.9%	9.9%	14.9%
净利率	-100.2%	-32.4%	-12.2%	0.4%	3.5%
ROE	14.9%	-76.7%	-101.9%	-	-
EPS(元)	0.00	-0.34	-0.52	-1.36	0.14

保险电子商务平台。公司专注于为金融行业提供互联网金融综合解决方案,提供基于提升用户端价值的创新金融与保险服务。2015年,公司推出互联网聚合保险平台“喂小保”,并且开发出打通线上和线下的保险O2O全渠道产品“小飞侠”。

互联网保险正处风口期,多方机构加快介入。2015年,我国互联网保险保费收入高达2234亿元,2011年时互联网保费规模还仅32亿元,4年的时间翻了69倍。2016年上半年,互联网保险实现保费收入1431亿元,同比增长75%。

面对未来巨大的市场规模,保险机构、保险代理公司和第三方电子商务公司加快了抢滩保险电商市场的步伐。

商业模式构建核心优势。公司旗下的“喂小保”APP平台,是国内领先的第三方移动互联网保险聚合平台;“小飞侠”是保险精英人创业社群的协同交易平台,2016年推出的保险生态平台----“蜂巢云平台”,构建了一个全新的保险生态体系,给保险公司、保险代理公司、保险代理人带来灵活便捷的体验,有效的扩展了供应链和承保范围。

收入规模快速扩张。2016年,公司实现营业收入7073万元,同比增长364.16%,其中,“小飞侠”业务由于代理商的数量和保费交易量增长,实现收入4500.5万元,比上年增长806.21%;“喂小保”业务实现收入1409.7万元,比上年增长2545.28%。

盈利预测

预测公司2017、2018年归属于上市公司股东的净利润分别为-6041万元、615万元,每股收益分别为-1.36、0.14元。

风险提示

行业政策风险,持续经营风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
保险电子商务平台	2
保险电商市场空间巨大，多方机构加快介入	4
商业模式形成核心优势，产品持续升级	4
收入大幅扩张，经营性现金净流出减少	6
盈利预测与估值	9

图表目录

图表 1 公司高管变动情况.....	1
图表 2 公司主要服务内容.....	2
图表 3 2016 年末股东持股情况.....	3
图表 4 公司服务模式介绍.....	5
图表 5 公司核心技术人员情况.....	6
图表 7 公司收入、利润及增长情况.....	6
图表 8 公司收入构成.....	7
图表 9 公司利润率与费用率情况.....	7
图表 10 公司经营性现金流情况.....	8
图表 11 销售收入客户构成.....	8
图表 12 公司盈利预测.....	9

■ 风险分析

● 控制人与管理层

公司挂牌后，未发生股权质押行为；公司控股股东 2016 年年末持股较 2016 年 12 月 6 日（增发上市）减少 50 万股。

图表 1 公司高管变动情况

日期	原任	新任
2015 年 9 月	董事郑洪军辞去董事职务，继续担任产品经理职务。	周华锋
2016 年 1 月	财务总监刘琦辞职，辞职后担任公司财务经理职务。	陈建增
2016 年 1 月	-	聘任周华锋为公司副总经理。

资料来源：choice

● 行业与公司经营

行业政策风险。公司服务对象主要系互联网金融行业，目前主要为保险与基金公司，公司服务客户所处行业受到中国保险监督管理委员会、中国银行业监督管理委员会的监管。若未来我国保险、金融相关的政策发生重大变化，将对公司客户造成较大程度的影响，进而间接影响公司的业绩增长。

对主要客户依赖的风险。2015 年度、2016 年度，公司对前五名客户销售金额占公司全部营业收入的比例为 59.20%、59.23%。公司客户较为集中，对主要客户业务依赖程度较高。因此，一旦宏观经济出现波动或大客户所处行业政策出现变化，则可能影响客户对公司产品的需求及订单，从而会在短期内对公司经营和财务状况的稳定性造成影响。

● 财务

持续经营风险。公司 2015、2016 年净利润分别为-1526.2 万元、-2289.6 万元，经营活动产生的现金流量净额分别为-2262.1 万元、-1607.8 万元；2015 年末、2016 年末净资产分别为 2683.7 万元、3223.1 万元，净资产规模相对较小。公司存在一定的持续经营风险。

■ 保险电子商务平台

公司专注于为金融行业提供互联网金融综合解决方案，提供基于提升用户端价值的创新金融与保险服务。2015年，公司推出互联网聚合保险平台“喂小保”，并且回归保险服务本质开发出打通线上和线下的保险 O2O 全渠道产品“小飞侠”。

图表 2 公司主要服务内容

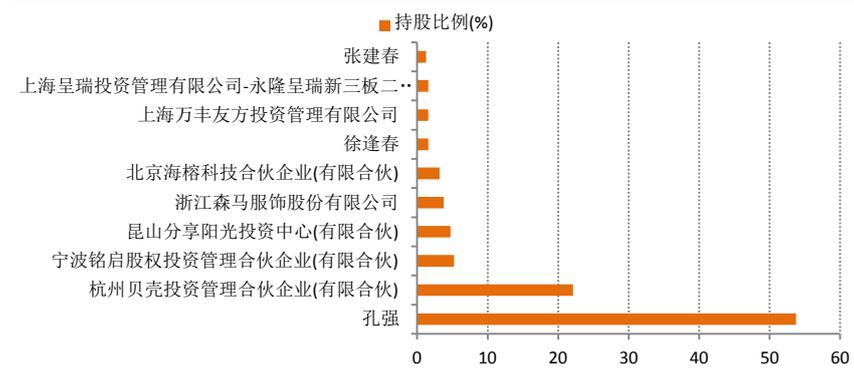


资料来源：公司网站

2016年，公司“蜂巢云平台”全新上线，保险公司、保险中介、场景提供方、代理人以及消费者都能在该平台的生态网络中找到自己的最佳位置。“蜂巢云平台”通过险企技术接口直连核心业务，已经与国内外 70 家险企、200 余家保险中介等金融机构实现了业务系统的无缝对接，共上线 2000 余款保险产品，迅速成为国内重要的第三方保险云服务平台。

公司的互联网保险业务拓展到浙江、江苏、安徽、四川、广东、山东、山西、重庆等地。

图表 3 2016 年末股东持股情况



数据来源：choice

孔强合计持股比例为 53.83%，为公司的控股股东。孔强，1974 年生，大学本科，工商管理硕士。曾任美国通联国际信托投资集团商务总监，北京量子无线应用科技有限公司运营总监，杭州乐易付网络技术有限公司任总经理，现任股份公司董事长。

图表 4 公司高级管理人员情况

姓名	职务	年龄及工作经历
张启明	董事	1965 年生，硕士学历。 浙江严州中学教师；严州中学校办工厂负责人。 1995 年至今，先后创办浙江启明集团有限公司、浙江启明生化科技有限公司、杭州启明医疗器械有限公司、上虞启明投资有限公司、绍兴启明化工有限公司、上虞北化启明医药化工研究有限公司、浙江启明药业有限公司等，并担任上述公司法定代表人兼董事长。
程凯	董事、副总经理	1984 年生，本科学历。 浙江传化集团市场企划经理；阿里巴巴（中国）网络技术有限公司项目经理；杭州顺网科技股份有限公司资深在线营销经理；杭州百通企业管理咨询有限公司运营事业部总经理；杭州心有灵犀电子商务有限公司副总经理。
周华锋	副总经理	1968 年生，本科学历，中欧国际工商管理学院硕士，获会计师、国际高级财务管理师（SIFM）职称。 金蝶国际软件集团集团研发中心规划部经理、财务系统开发部经理、集团产品市场部总经理、华南区实施服务总监、EAS 总监，集团产品与行业解决方案业务部 总经理、集团建筑与房地产行业事业部总经理、集团助理总裁等职务。
屈丽佳	总经理	1984 年生，本科学历。 杭州同仁广告有限公司策划部主管；阿里巴巴集团市场运营部资深营销策划；浙江天下网商网络传媒有限公司市场总监；杭州百通企业管理咨询有限公司总经理。

资料来源：公开转让说明书，公司年报

■ 保险电商市场空间巨大，多方机构加快介入

● 保险电子商务市场空间巨大

2015 年全国实现保费收入 2.4 万亿元，行业总资产达到 12.4 万亿元，实现利润 2824 亿元，是国际金融危机以来的最好水平。进入 2016 年，保险业仍旧保持着高速增长的态势。

保监会数据显示，2016 年前三季度，保险行业共实现原保险保费收入 25168.26 亿元，同比增长 32.18%，增幅较上年同期上升 12.69 个百分点。其中，产险和寿险业务分别同比增长 7.78% 和 36.95%。

过去几年，我国保险市场规模连续超越了德国、法国、英国，预计将超过日本成为全球第二大保险市场。

2015 年，我国互联网保险保费收入高达 2234 亿元，2011 年时互联网保费规模还仅 32 亿元，4 年的时间翻了 69 倍。2016 年上半年，互联网保险实现保费收入 1431 亿元，同比增长 75%。

● 多方机构抢滩保险电商市场

面对未来巨大的市场规模，保险机构、保险代理公司和第三方电子商务公司加快了抢滩保险电商市场的步伐。

从经营模式来看，互联网保险有自建网站平台、与第三方合作、保险中介公司平台等多种形式，较多公司采用官网和第三方合作“双管齐下”的商业模式。

整体而言，第三方网站平台逐渐成熟和规范，包括天猫、苏宁易购、京东商城等多家主要的电商平台均开始销售保险产品，且种类日益丰富。

面对广阔的市场，作为传统行业的保险公司，由于受到成本、经验、人才以及体制等各方面的影响，倾向于采用代运营的方式进军电子商务保险领域。灵犀作为电子商务服务商，主要专注于向金融保险企业提供精细化电商代运营服务。

■ 商业模式形成核心优势，产品持续升级

● 商业模式构建核心优势

公司旗下的“喂小保”APP 平台，是国内领先的第三方移动互联网保险聚合平台；“小飞侠”是保险精英人创业社群的协同交易平台，2016 年推出的保险生态平台——“蜂巢云平台”，构建了一个全新的保险生态体系，给保险公司、保险代理公司、保险代理人带来灵活便捷的体验，有效的扩展了供应链和承保范围。

图表 5 公司服务模式介绍

类别	简介	收入来源
线上保险服务	通过“喂小保”对接保险公司总部的电子商务系统平台整合金融机构的产品资源，为车主用户提供便捷的保险报价、在线投保和汽车后市场的增值服务，从而引导用户购买保险公司的产品。	根据保费交易额按协议约定的比例向保险公司收取技术服务费和信息服务费。
保险 O2O 服务	通过“小飞侠”为保险公司提供技术辅助服务，为保险代理人和异业渠道提供“独立经纪人”模式的保险交易服务、为车主用户提供便捷高效的金融保险服务，实现保险订单成交。	根据订单交易额按协议约定的比例向保险公司和保险代理公司收取技术服务费和信息服务费。
金融电子商务服务	通过了解客户需求，设计运营解决方案，提供个性化的电子商务金融运营服务。通过淘宝、天猫、京东、微信、金融机构的官网等电子商务平台以 B2C 的方式将保险、基金产品销售给终端用户。	根据实际完成的交易量和协议约定的费率收取技术服务费和推广服务费。

资料来源：公司年报

公司创新的商业模式构建了公司的核心竞争优势。

● 灵活的业务合作模式

公司已与多家保险公司签订总对总战略合作协议，主要客户均具有较强实力，比如中国人民保险集团股份有限公司、中国平安保险（集团）股份有限公司、太平洋保险（集团）股份有限公司、中国太平保险集团有限责任公司、中国人寿保险股份有限公司、招商信诺人寿保险有限公司、中国人寿保险（集团）公司和美亚财产保险有限公司等国内知名企业。

公司推出“蜂巢云平台”，使保险公司、保险中介、场景提供方、代理人以及消费者都能在该生态网络中找到自己的最佳位置。而灵犀金融既是该生态的创建者，同时也是资源整合者与规则制定者，处于全新价值网络的核心，提供灵活多样的服务，满足平台用户的不同需求。

● 产品不断改良升级

2016 年，公司引进复合型技术人才，累计投入研发费用 707.20 万元，升级“喂小保”平台和“小飞侠”产品，新增取得了 7 个著作权证书。2016 年 12 月，公司被认定为高新技术企业。

公司针对“喂小保”和“小飞侠”业务产品继续加大研发投入，对产品不断改良升级，2016 年第三季度开发上线“蜂巢”云平台，实现保险代理公司的接入。

图表 6 公司核心技术人员情况

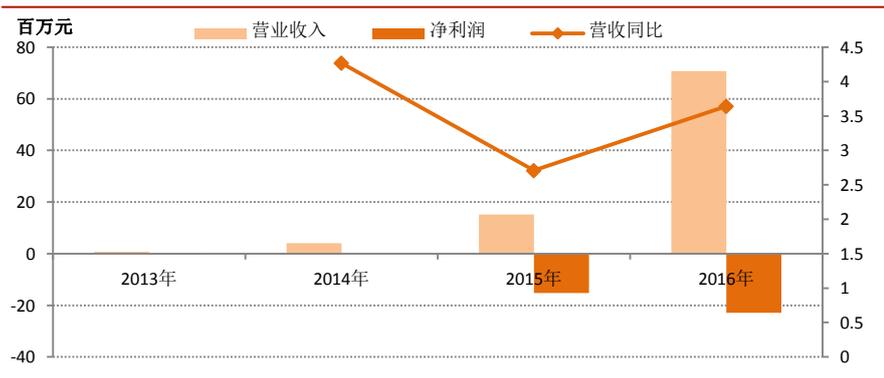
姓名	年龄及工作经历
郑丹	1982年生，2007年毕业于北京交通大学计算机专业，硕士学历，系统架构师（高级）职称，2007-2008进入阿里巴巴从事技术开发工作，2008-2015年加入杭州安恒信息技术有限公司，历任高级开发，研发经理等职务，在信息安全，系统架构和设计，分布式计算等方面有丰富的项目和实战经验。2015年4月加盟杭州心有灵犀互联网金融股份有限公司。
郭菲	1991年生，本科学历。2013年7月至2014年3月，于东软集团（上海）有限公司，任软件开发工程师；2014年3月至今，于杭州心有灵犀互联网金融股份有限公司，任软件开发工程师。
姜望成	1991年生，本科学历。2013年7月至2014年3月，于东软集团（上海）有限公司，任软件开发工程师；2014年3月至今，于杭州心有灵犀互联网金融股份有限公司，任软件开发工程师。

资料来源：公司年报

■ 收入大幅扩张，经营性现金净流出减少

● 收入规模快速扩张

图表 7 公司收入、利润及增长情况

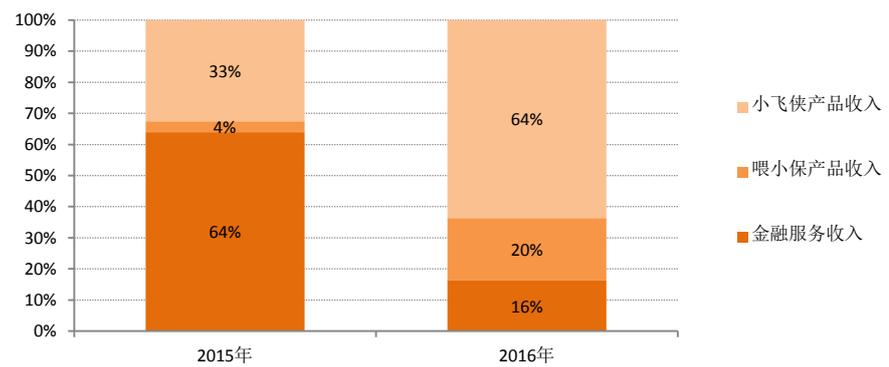


数据来源：choice

2016年，公司实现营业收入7073万元，同比增长364.16%，主要原因是“小飞侠”业务由于代理商的数量和保费交易量增长，实现收入4500.5万元，比上年增长806.21%；“喂小保”业务实现收入1409.7万元，比上年增长2545.28%。

亏损额扩大。净利润下降主要是公司加大新产品研发投入、产品产出效应滞后，公司扩大经营规模，但业务处于发展初期，为培育市场贴补用户和渠道，毛利率偏低，毛利额不足以弥补支出。

图表 8 公司收入构成

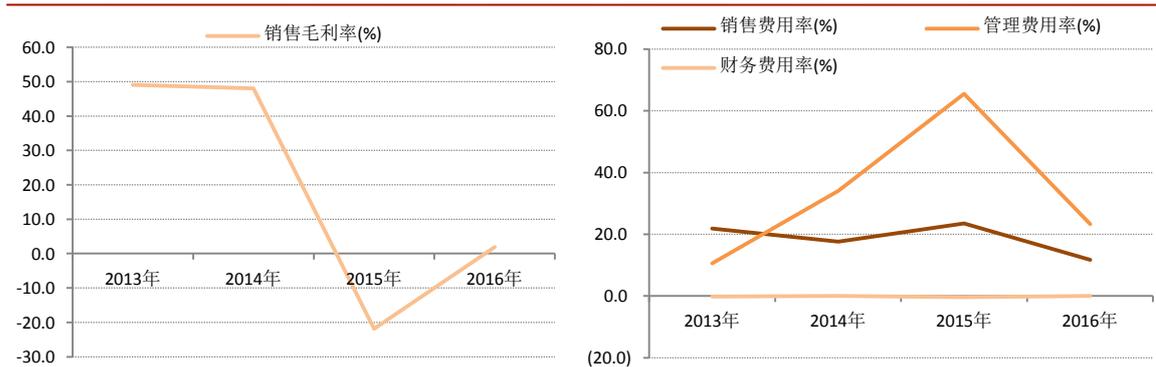


数据来源: choice

2016年,公司收入结构发生重大变化:一是“小飞侠”代理商的数量增长将线下用户在平台上转化更多保费交易量,其收入占公司收入的63.63%,取代金融服务成为公司的收入主要来源;二是“喂小保”业务收入用户增长很快,带来收入增长。

● 毛利转正,费用率下降

图表 9 公司利润率与费用率情况

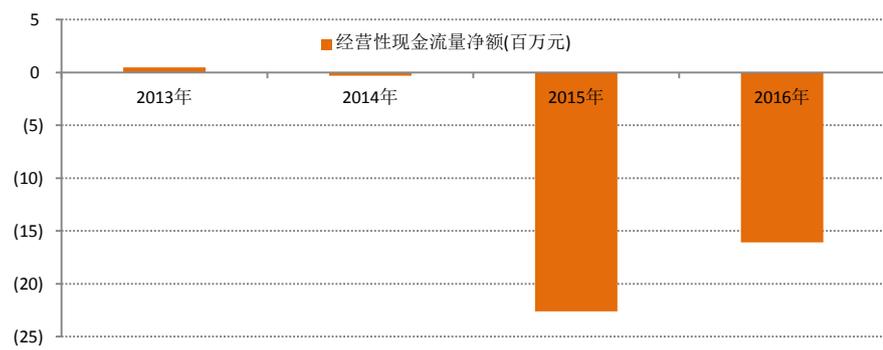


数据来源: choice

2015年,公司开发和上线了“喂小保”和“小飞侠”业务产品,“喂小保”产品项目的互联网流量用户转化为交易用户的比率较低,公司阶段性促销;同时,“小飞侠”产品项目上线后公司为快速建立销售渠道对代理商采取一定的补贴政策,导致短期内支付给代理渠道的成本大于从客户取得的收入,当年毛利率为负。

2016年毛利率转正。公司通过对“小飞侠”渠道和“喂小保”用户逐步取消补贴政策、适度促销有效地控制了成本,同时随着平台总体交易规模及用户质量的提升,险企结算的服务费比例相应提高,从2016年2月实现了正毛利额,综合毛利率逐月提高,全年的综合毛利率同比上期已由负转正。

图表 10 公司经营性现金流情况

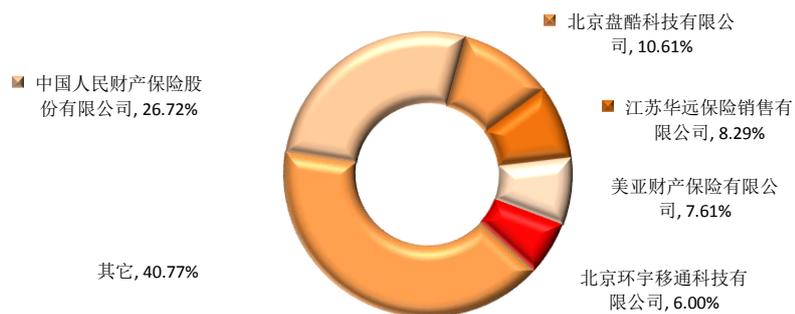


数据来源: choice

经营性现金净流出减少。2016年,公司对当年营业收入提高回款比例,缩短账期,同时加大以前年度应收账款清欠力度,经营活动产生的现金流量净额为-1607.8万元,与上年相比为正增加654.23万元。

经营活动现金流量净额为负的主要原因是随着经营规模扩大,公司用于支付销售渠道成本和人工成本、研发费用所需要的流动资金支出增大。

图表 11 销售收入客户构成



数据来源: 公司年报

公司主要为保险公司、保险代理公司和第三方互联网平台提供技术支持和运营服务。同时,与第三方互联网平台合作为公司接入保险公司,客户主要有保险公司、保险代理公司和互联网科技公司。

随着公司不断完善“蜂巢云平台”功能,平台与各保险公司和保险代理公司直连,有效地解决了保险供应链中承保范围的瓶颈,公司的客户群将进一步扩大;中国人保、太平洋保险、平安保险、中华联合等险企的收入,以及保险代理公司的收入占比将逐步增大,单一客户的收入占比以及对单一客户依赖的风险将逐步下降。

■ 盈利预测与估值

公司业务已进入快速发展期，预计未来两年营业收入将实现迅猛增长。预测公司 2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为-6041 万元、615 万元，每股收益分别为-1.36、0.14 元。

图表 12 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4.11	15.24	70.73	495.11	1732.89
净利润(百万元)	0.16	-15.27	-22.89	-60.41	6.15
毛利率	48.2%	-21.8%	1.9%	9.9%	14.9%
净利率	-100.2%	-32.4%	-12.2%	0.4%	3.5%
ROE	14.9%	-76.7%	-101.9%	-	-
EPS(元)	0.00	-0.34	-0.52	-1.36	0.14

资料来源：choice,梧桐公会

公司正实施增发，增发价格不低于 15-20 元/股，发行数量不超过 1500 万股（含），募集资金总额不超过 3 亿元（含）。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告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。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

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。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

