

互联网保险深度研究：纷繁复杂的各大险种，哪里才是核心赛道？

市场其实也遵循“能量守恒定律”，在美股暴跌、原油暴跌之后，至少在一段时间内，大概率仍然会引发连锁效应，直到能量（波动率）逐步释放完毕，才会恢复到稳态。这就像你在一个密闭房间打乒乓球，只要乒乓球弹到墙壁上，就会一次次撞击，直到能量消失。我们相信，前两天的外围市场波动，仅仅是个开场。后续会发生什么很难预测，但我们只知道，波动率事件还会继续发生。所以，风险防控，仍然应该放在首位。

整体意思浓缩成一句话，就是：最近市场一定不会太平，风险防控要放在第一位，不要有不切实际的过度乐观。

今天的市场，美盘继续大幅下跌，盘面一片绿。在前面发生过大盘熔断之后，这次纳斯达克指数期货也触发熔断。这真是让人终身难忘的场景。人一辈子，能先后经历过 2015 年内地市场熔断，2019 年美股熔断、纳斯达克指数期货熔断，也算长见识了。同时，日韩股市毫无悬念大跌，韩国 KOSPI 指数期货也触发交易暂停。内地三大股指集体下跌，港市恒生指数也是一片哀嚎。连巴菲特都在接受媒体采访时说：“我已经 89 岁了，才有了这次经历。”连巴菲特老爷子都没见过这场景，也算是我辈的福分。近期我们仍然要把对冲和波动率研究，放在首位，这样的市场之下，没有什么可侥幸的。

新增信息层面，一是，美国宣布对欧洲实施旅行禁令，为期 30 天，这对所有旅游消费领域的行业都会造成打击，尤其 Booking、Expedia 等。二是，川普对近期的波动讲话，称将额外提供 2000 亿美元的流动性。这是一个利好，可能导致短暂反弹，但大概率并不能改变美盘空头市场的本质。

此外，还有几个行业动向需要留意。民航局下发十六条支持政策，包括加大基建投资、减费降负等，对国航、南航等低估值航空公司有利；此外是黑色二月，13家上市车企销量平均下滑73%，汽车行业已经是至暗时刻；维生素价格近期普涨，利好行业龙头。

行业层面，我们近期研究的除了之前既定的几个方向（基建、大炼化）之外，还确定了一大核心：保险。我们接下来会把内地的太保、平安，港市的中国财险、中国再保险，以及美国市场的前进保险、康西哥做个系列研究。非常难得的是，即便在美盘暴跌的当下，其实保险、健康险行业估值仍然较为划算。

过去24小时，我们读了几篇研究报告，如下：

开源证券分析师陈雪丽的《圣农发展：白羽鸡龙头老树发新芽，食品业务开启新一轮增长》；广发证券分析师赵炳楠的《内蒙一机：军民业务齐头并进，装甲龙头景气回升》；华创证券分析师方振的《五粮液：深度研究报告：改革创业仍当时，繁荣之花正绽放》，几篇都比较有深度，值得细看。

好，市场情况就总结到这里，接下来，继续我们更为硬核的部分：建模。

今天这篇报告，可以说是硬核中的硬核，如果你稍微研究过保险公司的报表，就能知道对这个领域的建模，难度有多大。比起保险行业来说，医药领域的建模都也只是小儿科。可以说，我们整个团队一年多以来的研究，都是为了这样的“硬核时刻”。

这家公司，是一家独角兽，上市时估值近千亿。它的股东名单十分豪华，阿里巴巴、腾讯、中国平安均是其股东，被媒体成为“中国保险科技第一股”。上市 6 天，其前复权股价上涨 52%。但随之而来，却连续两年的绵绵阴跌，前复权股价下降了 65%，甚至破发。



图：股价图（单位：港元） 来源：wind

它，就是众安在线。主营互联网财险、健康险业务

据 2019 年中报，其净保费收入规模为 57.96 亿元，同比增长 14.55%；归母净利润为 0.95，上市后首次扭亏；经营活动现金流净额为-6.45 亿元；净利率为 0.49%。

看到这里，几个值得我们深入思考的问题来了：

- 1) 互联网保险究竟是什么？和传统的保险公司有何区别？未来的发展前景如何？
- 2) 众安在线的业务布局如何，未来发展潜力又有多少？
- 3) 作为我国首家上市的互联网保险公司，目前其市值为 433 亿港元（折合人民币 388 亿元），对应的 PB 为 2.45 倍。这样的估值究竟在什么范围？究竟是贵了，还是便宜了？

今天，我们就以本案为例，来研究一下金融行业的建模逻辑。对相关领域，之前我们研究过**友邦保险、招商银行、恒生电子**等，查阅优塾团队的“专业版建模报告库”，查询相关案例报告，以及部分重点案例 Excel 财务建模表格。

— 01 —



互联网，保险



互联网保险起源于美国。20 世纪 90 年代，美国国民第一证券银行首创互联网保险。所谓互联网保险，是指依托于互联网和移动通讯等技术，通过自营网络平台、第三方网络平台等，订立保险合同、提供保险服务。

互联网保险与传统保险的差异，主要在于：产品个性化程度较高，种类较多，且购买门槛较低。加之，由于无需代理人进行销售，定价可以更低。不过，由于依托于渠道商进行销售，因此渠道费较高。截至 1999 年，美国约有 70 万户家庭在网上购买价值 5 亿美元的汽车保险。2007 年，美国所有的保险企业都开展了互联网业务。**而我国的互联网保险，则开始于 1997 年。**

1997 年 11 月，中国保险学会和北京维信投资公司成立了我国首个保险网站——中国信息保险网。同年 12 月，新华人寿保险促成了我国首份互联网保单。我国保险业正式迈进互联网融合的大门。

不过这一时期，互联网在我国的普及度并不高，互联网保险也仅仅处于萌芽期。2000 年 8 月，中国平安使用了我国首个集证券、保险、银行及个人理财等业务为一体的个人综合理财服务网。随后，中国太保、泰康人寿等保险公司，也纷纷上线了自己的保险网站。

除了保险公司外，在 2005 年-2011 年，包括慧择网、优保网、向日葵等以保险中介和保险信息服务的保险网站，也纷纷出现。但由于当时我国互联网金融的制度尚未健全，人们对于互联网保险的认识不足。因此，对于保险公司来说，这只是一种宣传和普及保险知识的途径。

2012 年，保监会开始实施《保险代理、经纪公司互联网保险业务监管办法》，互联网保险开始走向专业化以及规范化。

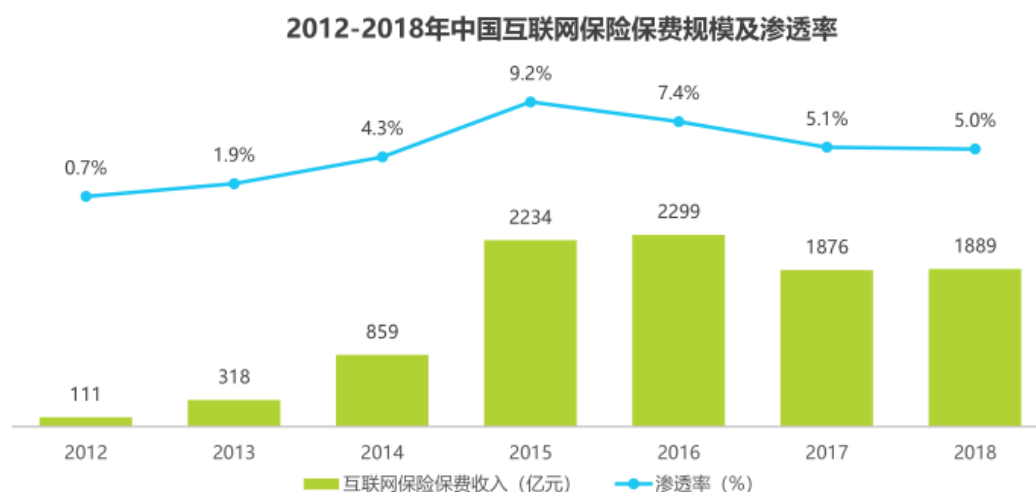
2013 年 11 月，由蚂蚁金服、中国平安、腾讯公司共同筹资建立的众安在线成立，成为我国首家互联网保险专营机构。

2014 年双十一当天，它以件均保费 5 毛钱的退运险，创造了投保超过 1.5 亿件的记录，也同时成为了互联网保险产品爆发的里程碑。

根据中国保险行业协会的公开数据，在 2012 年-2015 年的四年时间里，互联网保险的保费收入经历了爆发式的增长，保费收入增长近 20 倍，行业规模从 2012 年 111 亿元迅速上升至 2015 年 2234 亿元。

与此同时，互联网保险公司数量也快速增长，从 2013 年至 2016 年上半年，我国互联网保险公司达到 70 余家，且为了扩大保费规模，大量销售高收益的理财型产品。

为了整顿互联网保险的秩序，2016年，保监会对无资质的网销平台进行整顿，并严打理财型保单（这类保单恰好是当时互联网人寿保险中的主要产品）。因此，从2016年开始，互联网保费规模略有下滑。



注释：互联网保险渗透率=互联网保险保费收入/保险行业保费收入。
来源：中国保险行业协会，艾瑞研究院自主研究及绘制。

图：互联网保险保费规模及渗透率 来源：艾瑞咨询

加之，2015年保监会连续发布文件，深化商业车险条款费率管理制度改革，调降车险费率，即商车费改。因此，原来网销费率较低的优势也随之消失。加之，车险的差异化较小，且主要以低价竞争的方式。因此，财险业务进一步收缩。受以上两方面原因影响，我国互联网保险保费规模从2016年开始出现下降。不过，本案众安在线却逆势增长，仍保持年复合79%的增速水平。那么，它究竟是靠什么，维持远高于行业的增长

— 02 —



龙头，模式



一是，布局高速增长的保险领域（信用保证保险、健康险）；二是，其仍在业务拓展阶段，基数小、增速高。

众安在线, 成立于 2013 年, 是首家在中国香港上市的纯保险科技公司。阿里巴巴、腾讯、中国平安均是其股东, 持股比例分别为 13.53%、10.2%、10.2%。由于其股权较分散, 因此无控股股东。

2019-06-30					
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	持有其他股票
浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司	内资股	199,000,000.00	13.53	持股5%以上股东	
深圳市腾讯计算机系统有限公司	内资股	150,000,000.00	10.20	持股5%以上股东	
平安保险(集团)股份有限公司	内资股	150,000,000.00	10.20	持股5%以上股东	
深圳市加德信投资有限公司	内资股	140,000,000.00	9.52	持股5%以上股东	
优孚控股有限公司	内资股	90,000,000.00	6.12	持股5%以上股东	
深圳日讯网络科技股份有限公司	内资股	81,000,000.00	5.51	持股5%以上股东	
SVF Zen Subco (Singapore)Pte. Ltd.	H股	71,909,800.00	4.89	其他	
Keywise ZA Investment	H股	60,309,167.00	4.10	机构投资者	
青岛惠丽君贸易有限公司	内资股	50,000,000.00	3.40	其他	
上海远强投资有限公司	内资股	50,000,000.00	3.40	机构投资者	
合计		1,042,218,967.00	70.87		

图：股权结构 来源：wind

众安在线的收入来源, 主要有以下三块:

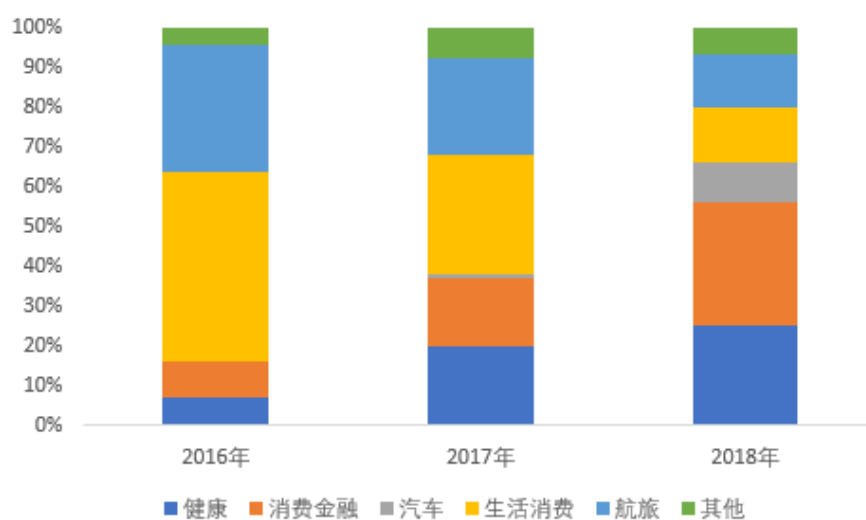
- 1) 已赚保费——主要为保费收入扣除分出保费、提取的未到期责任准备金后的差额, 占总收入比重为 92%;
- 2) 投资回报——主要为利息收入、股息收入等投资收益, 以及由金融资产产生的公允价值变动, 占总收入比重为 6%;
- 3) 其他收入——主要为服务收入、政府补助、发放贷款及垫款产生的利息收入, 占总收入比重为 2%;

2016 年至 2019 年中报, 其净保费收入分别为 33.68 亿元、57.05 亿元、**107.93 亿元**、57.96 亿元; 净利润分别为 0.09 亿元、-9.96 亿元、**-17.97 亿元**、0.34 亿元; 净利率分别为 0.28%、-18%、**-18.8%**、0.49%。

近三年, 其净保费收入年复合增速为 79%。注意, 截至 2019 年中报, 众安在线已经扭亏为盈。

众安在线作为一家财险公司，其收入主要来源于财险业务，业务包括消费金融、健康、汽车、生活消费、航旅五大生态领域。

- 1) 健康——即健康险，主要针对客户产生医疗及保健的开支。目前，众安在线已经与医院、研究机构、医疗设备制造商（如欧姆龙等）、互联网医疗平台（如微医等）等建立合作关系。主要产品包括尊享e生、步步保等。
- 2) 消费金融——通过信用保证保险，承担底层资产风险。主要产品包括马上花等。
- 3) 汽车——即车险，主要产品包括保驾车险。
- 4) 生活消费——与电子商务平台（如淘宝、微店）合作，有关交易的产品质量、物流及安全性的风险提供保险产品；与电子产品制造商（如小米等）合作，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。主要产品包括退货运费险、责任险等；
- 5) 航旅——主要针对因旅行产生的各类风险，如意外、航班延误及航班取消，提供的保障。主要产品包括航意航延险、火车意外险等。从收入结构看，需要注意的是，**消费金融**占比逐年升高，并且已经成为各业务中占比更大的龙头，比例为31%，其次为健康（25%）、生活消费（14%）、航旅（13%）、汽车（10%）。



图：保费收入构成（单位：%）来源：并购优塾

从产业链上看,其上游主要为渠道供应商,由于互联网销售模式对于平台流量的依赖性较强,所以,上游渠道具有较高的议价权,代表的第三方渠道商如阿里巴巴、蘑菇街、小米等。而其下游为保险购买人,前五大客户销售总额占总销售额的比重为 10.3%,十分分散。

以上产业链结构和业务模式,构成了本案特殊的财报结构:

从资产负债表上看——2018年,其资产总额为 263.41 亿元,其中占比较高的分别为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (35.26%)、可供出售金融资产 (24.95%)、货币资金 (9.21%)、其他资产 (4.87%)、买入返售金融资产 (3.94%)。负债总额为 98.66 亿元,其中占比较高的分别为保险合同负债 (53.99%)、卖出回购金融资产款 (25.88%)、其他负债 (14.6%)。

从利润表上看——2018年,其保费收入为 112.56 亿元,其中,已产生赔款净额占 46.8%,手续费及佣金占 9.55%、业务及管理费占 41.11%,剩下净利率为-15.96%。在进行建模之前,我们来看一组《并购优塾》整理的基本面数据:

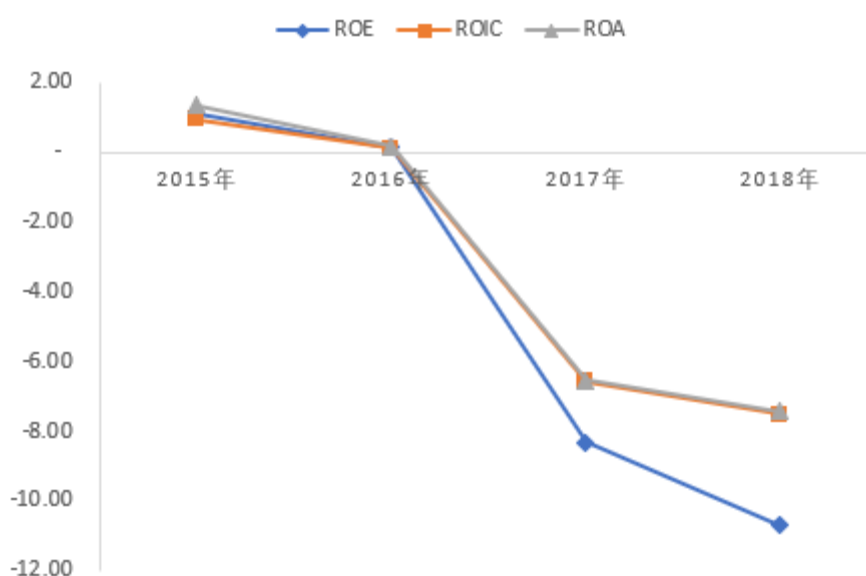
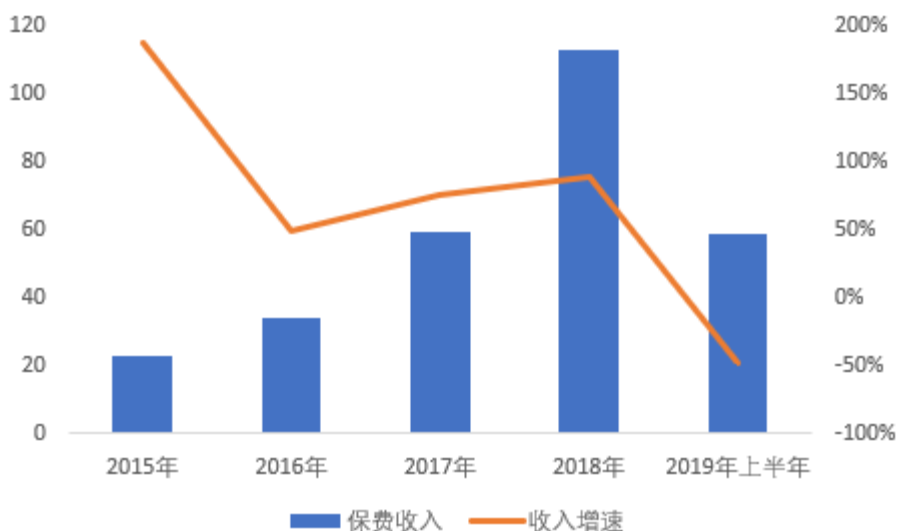
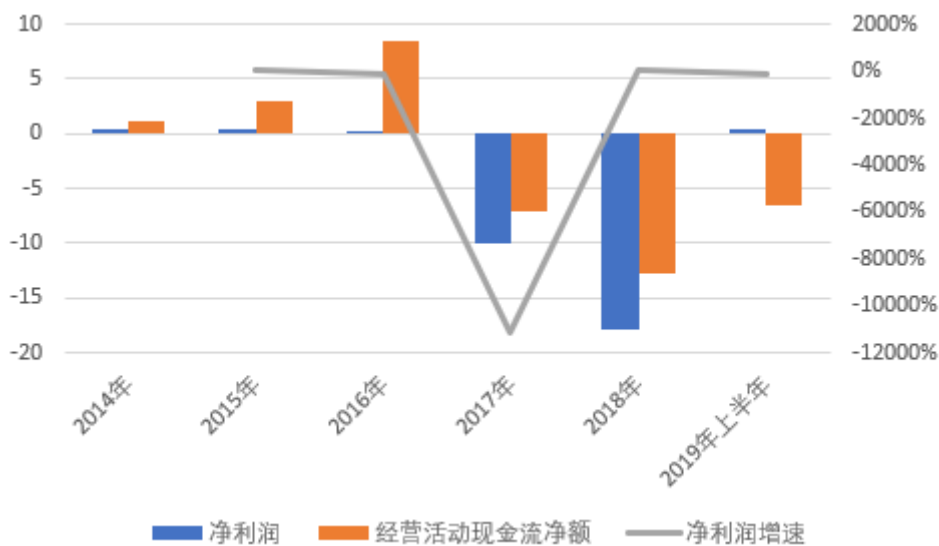


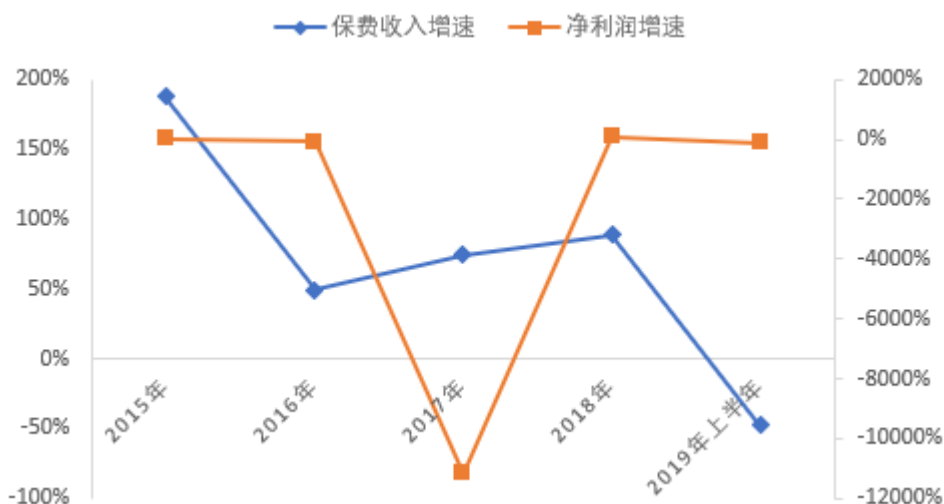
图: ROE、ROIC、ROA (单位: %) 来源: 并购优塾



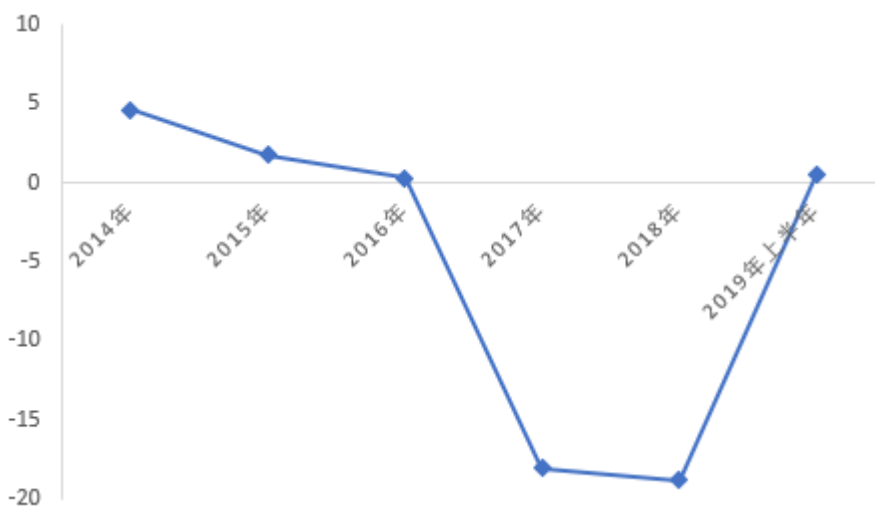
图：保费收入及增速（单位：亿元/%）来源：并购优塾



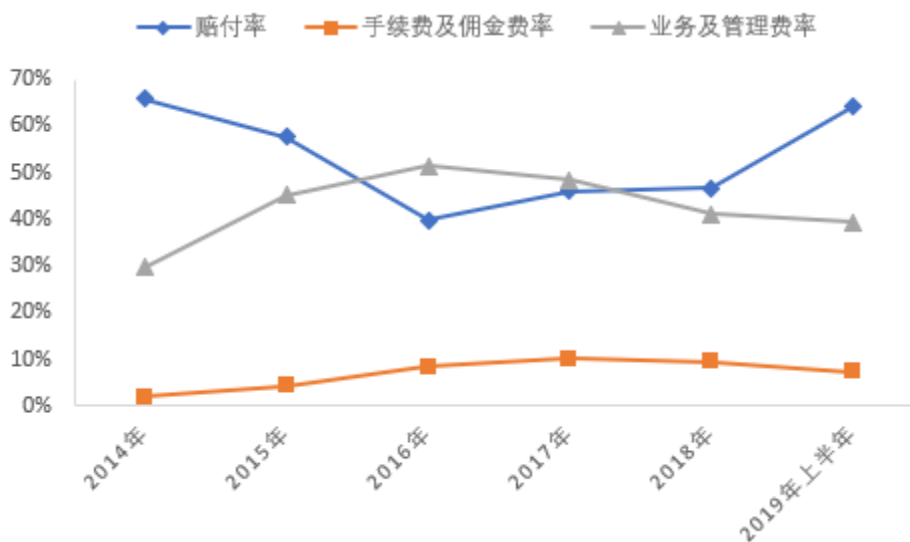
图：净利润、经营活动现金流净额及增速（单位：亿元/%）来源：并购优塾



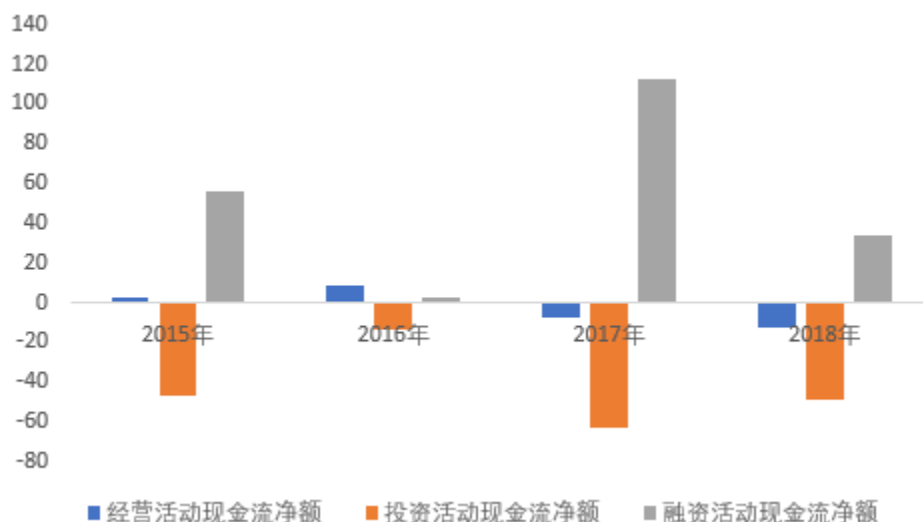
图：保费收入、净利润增速（单位：%）来源：并购优塾



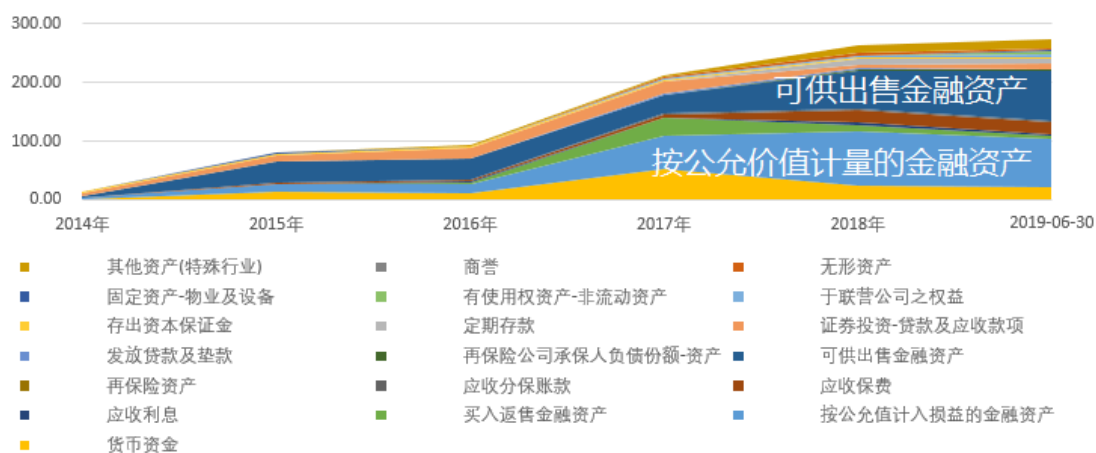
图：净利率（单位：%）来源：并购优塾



图：费率（单位：%）来源：并购优塾



图：现金流 (单位：亿元) 来源：并购优塾



图：资产结构 (单位：亿元) 来源：并购优塾



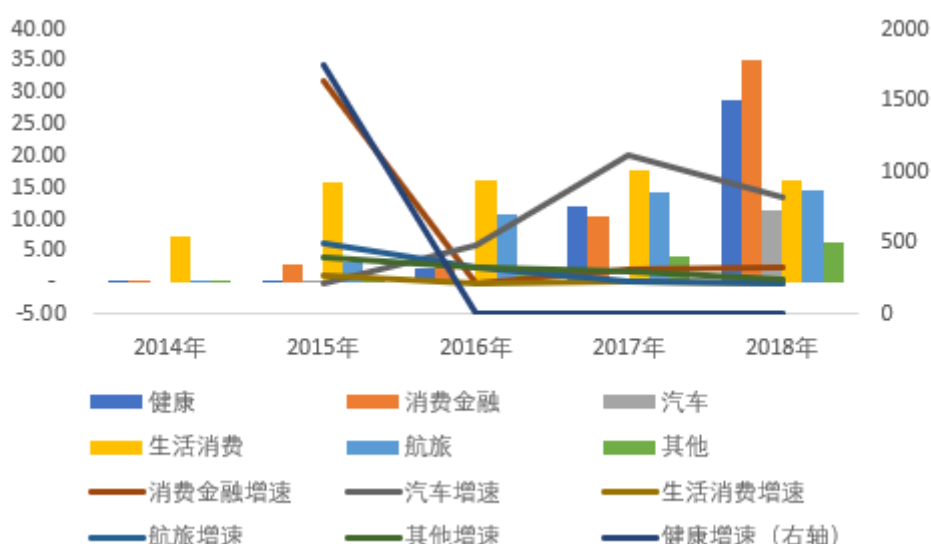
图：股价及 PB (单位：港元/倍) 来源：理杏仁

到这里，我们已经基本了解众安在线的基本财务数据。那么，该如何预测收入，其收入背后的驱动力是什么？

— 03 —



收入，拆解



图：各业务增速 (单位：%) 来源：并购优塾

从其各生态的历史收入增速来看，除了生活消费、航旅业务增速较低，甚至出现负增长外，其他业务仍处于高速增长阶段。

- 其中，高增速业务如下：**
- 1) 健康业务——2016年-2018年增速分别为 1127%、410%、138%。健康险业务的快速增长，是由于其初始基数较低，仍处于市场开拓期，同时也受益于我国互联网健康险近年来快速增长，2010年至2018年年复合增速近30%。
 - 2) 消费金融业务——2016年-2018年增速分别为 5%、225%、241%。由于其积极拓展各类互联网场景平台的合作（如翼支付、寺库，今日头条等），使其客户群扩大所致。
 - 3) 汽车业务——2016年-2018年增速分别为 576%、2019%、1356%。自2017年，该业务出现快速增长，主要由于其在2017年9月起，获得了在全国销售车险的资格。加之，其加大与汽车金融平台、汽车美容店、汽车维修点等进行合作，进一步扩大了客户来源。

另外，也有增速下降业务：生活消费业务——2016年-2018年增速分别为2%、10%、-10%。这是本案的“起家”业务，主要来源于电商平台的退货运费险。但是，由于单笔保单金额较小，利润贡献较弱。因此，从2018年开始，其不再将这部分业务作为重点业务方向。近年来，退货运费险的保费收入占总保费收入的比重大幅下滑，从2014年的77%下降至2018年仅有9%左右。因此，也导致了2018年该业务保费收入下降。

航旅业务——2016年-2018年增速分别为236%、33%、2%。该业务在2018年的增速下降较大，主要由于受2017年四季度，中国民航局对于在线旅行平台及航空公司取消以默认选项方式推荐服务产品的政策影响。**考虑到其收入结构近些年发生较大变化，我们重点对消费金融、健康这两个增速快的业务做分析，其他业务简要分析。**

— 04 —



消费金融、驱动力



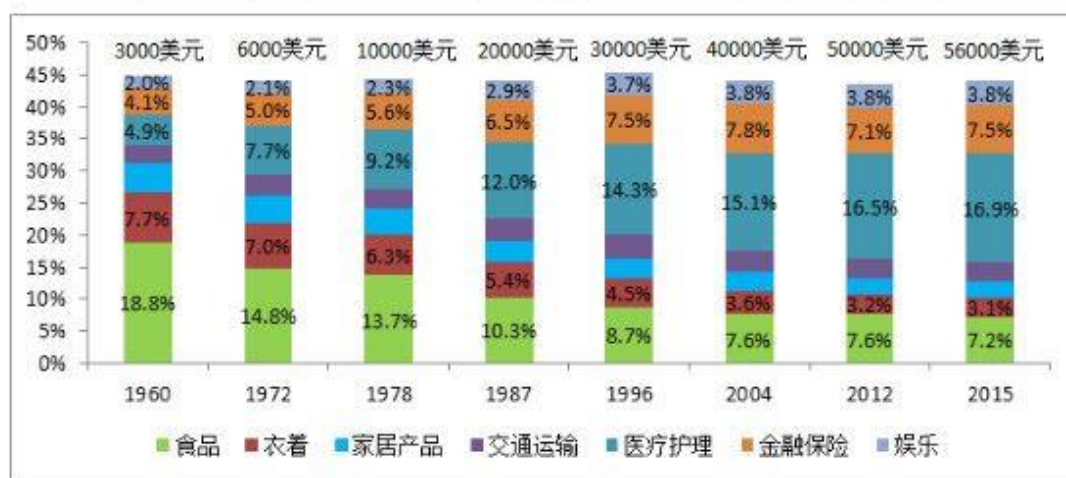
消费金融，是指放贷机构向个人提供的，以消费为目的的贷款业务。这，其实是本案的龙头业务。一般来说，涵盖消费金融业务的平台，大致有四类：银行、持牌消费金融公司、互联网消费金融、租赁。本案主要与互联网消费金融平台合作，对消费者在电商平台上产生的分期行为，进行信用保证。比如，翼支付、寺库、今日头条、蘑菇街等互联网龙头均是它的合作伙伴。2018年，消费金融生态实现保费收入为35.2亿元，同比上涨241%，占总保费的31%。2019年上半年，实现保费收入为17.34亿元，同比上涨16.8%，占总保费的比重为29%。**增速极快，说明居民的消费贷款的需求很强，那么，问题来了：**

- 1) 国内消费贷款的结构如何，本案是属于哪种消费贷款？
- 2) 促使消费贷款快速增长的背后驱动力是什么？

3) 都说现代人房贷压力大、居民杠杆高，这会对本案未来增长，会造成怎样的影响？

挨个来看：首先，按照贷款时间的长短和用途，消费贷款大致可分为中长期消费贷款、短期消费贷款。本案的消费金融概念，是剔除住房按揭贷款和经营性贷款后的**短期消费贷款**，一般包括车贷、旅游贷、教育贷和耐用消费品贷款等。**注意，消费信贷的发展，反映了一个国家经济增长结构的转变。**从世界各国的经验来看，经济增长模式，会从工业化为特征的规模供给阶段，逐渐向质量和需求为特征的新阶段转变，消费对一国经济的挖掘、提质的作用会不断提升。而这背后的主要原因，是人均 GDP、人均收入水平的提高，使得人们不再满足于基本的生活物质水平，而开始向更个性化、独特化的需求发展，也就是我们常说的一一“消费升级”。一般而言，人均 GDP 在 3000 美元、6000 美元、10000 美元分别近似代表了初步温饱、基本实现小康、富裕。消费结构也会转变，食品、衣着的支出占比下降，知识性消费、技术含量更高的生活必需品和耐用用品的占比随之上升。以美国为例，1960 年、1972 年、1978 年在人均 GDP 水平达到临界点时，消费结构呈现向医疗护理、金融保险、娱乐支出等领域倾斜。

图 1 美国人均 GDP 变化与消费支出结构的变迁关系



数据来源：Wind 资讯，苏宁金融研究院

图：人均 GDP 与消费支出结构 来源：苏宁金融研究院

不过，由于我国消费习惯不同等原因，我国消费结构中，中长期消费贷款为主，住房市场火爆，与美国存在一定差异。2017 年我国居民杠杆率为 50%左右，不过，对标国外来看，美国为 79%，英国为 88%，还有一定的提升空间。同时，近年来，随着稳房价政策的出台，我国短期消费支出不仅没有抑制，反而保持快速增长。当然，除此之外，短期消费贷款的增长，也和新生代消费者心理结构变化有关，加之，互联网崛起导致的消费广度和深度无限延伸。

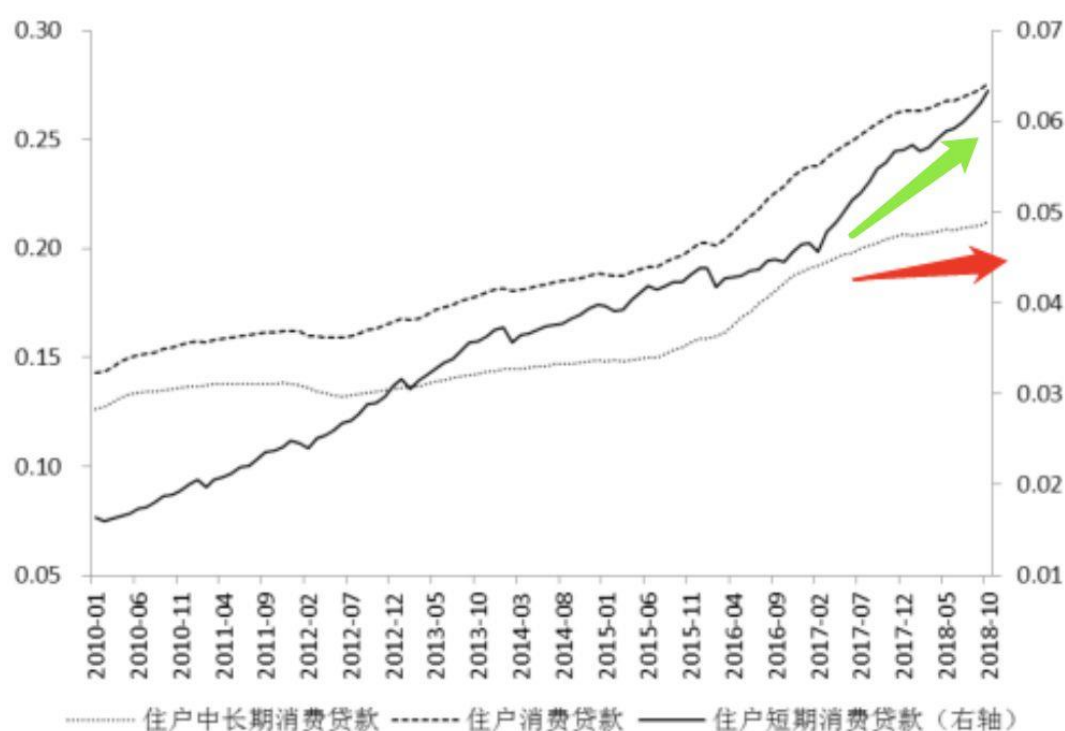


图 1 中国消费信贷市场

图：中国信贷市场 来源：中国消费信贷市场研究

根据中国人民银行发布的统计数据来看，从 2004 年至 2018 年，我国短期消费贷款（不含房贷、车贷、信用卡等）占贷款总额的比重从 6.3% 上升至 **22.72%**。根据清华大学中国与世界经济研究中心发布的《2018 中国消费信贷市场研究》披露，我国消费金融市场规模由 2010 年 1 月的 6798 亿元，攀升至 2018 年 10 月的 84537 亿元，年复合增速达到 37%。不

过，对比美国的消费结构来看，我们当前短期消费贷款比例 22.72%，与美国的 **44.2%**，仍然存在较大差距，所以，消费金融市场的发展前景不可小觑。如果按照 10 年后达到美国水平计算，年复合增速为 8%。正是抓住了这一确定性趋势，众安在线针对各类互联网场景平台（如翼支付、寺库等），以及互联网金融平台（如小赢、趣店等）的消费金融需求，运用自身的大数据优势，丰富用户画像（主要定位我国年轻的近优层级人群，年龄在 25-35 岁之间，单次借款金额在 4000 元以下）帮助平台控制风险，并提供信用保证保险服务。那么，信用保证保险，这个核心业务的收入该如何预测？

— 05 —



消费金融保险、预测



对于消费金融生态的预测，我们采用市占率法，公式：

*消费金融保费收入 = 信用保证保险保费规模 * 众安在线市占率。*

首先，看信用保证保险规模——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%。虽然此前，我国的小额贷款公司存在一定经营不合规的现象，倒闭跑路事件频发。不过，通过整顿，目前消费金融平台已经恢复小幅度增长，未来长期增长的逻辑不变。

根据观研天下的预测，我国信用保证保险的保费规模增速将从 2019 年的 44.1% 逐渐下降至 2025 年的 21%。随后，随着我国消费金融市场逐渐发展成熟，我们假设，信用保证保险的保费规模增速，将逐渐下降至目前消费信贷规模增速（11%）。

然后，再来看信用保证保险的竞争格局：目前，我国信用保证保险的竞争格局比较集中，CR2 达到 76%。其中，中国信保是这个领域的龙头，2018 年市占率达到 42%，其次为中国平

安 (34%)。根据众安在线披露的数据测算, 2018 年其市占率仅为 3.23%。



图：竞争格局 (单位: %) 来源: 并购优塾

对比来看, 中国信保主要经营进出口业务的信用保证保险, 具有一定垄断性。而中国平安, 由于其具有一定品牌、资金实力的优势, 加之, 其产品的优势区域主要在增速较快的保证保险领域。相比来看, 本案的竞争优势较低。

目前, 虽然各大保险公司均在布局信用保证保险赛道, 且竞争格局也比较稳定。不过, 由于其目前仍在拓展期, 加之其股东包含各消费平台, 未来仍有一定增长空间。因此, 《并购优塾》保守假设, 近五年其市占率逐渐提升至 5%, 随后维持不变。

单位: 亿元 (特殊说明除外)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
信用保证保险规模	887.60	1,279	1,816	2,414	3,150	3,982	4,913	5,945	6,995	7,998	8,878				
YOY		44.1%	42.0%	32.9%	30.5%	26.4%	23.4%	21.0%	17.7%	14.3%	11.0%				
市占率	3.97%	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%				
保费收入	9.08%	303.22%	318.08%	1033.76%	35.20	53.37	79.54	110.71	150.98	199.08	245.66	297.25	349.76	399.90	443.89
YOY		32%	49%	39%	36%	32%	23%	21%	18%	14%	11%				

图：保费收入预测 来源: 并购优塾

— 06 —



健康险，增长逻辑



健康险，是本案第二大业务。

2018 年，健康险保费收入为 28.68 亿元，同比增长 138%，占总保费收入的比重为 25%。

2019 年上半年，该业务的保费收入为 14.15 亿元，同比下降 9.2%，占总保费收入的比重为 24%。2019 年上半年的保费收入下降，是其主动减少了承保质量较低的团险业务所致。健康险，也称健康保险。是指在被保险人身体出现疾病时，由保险人支付保险金的人身保险。

按照保险责任来划分，可分为疾病保险、医疗保险、失能收入损失保险、护理保险四类。其中：

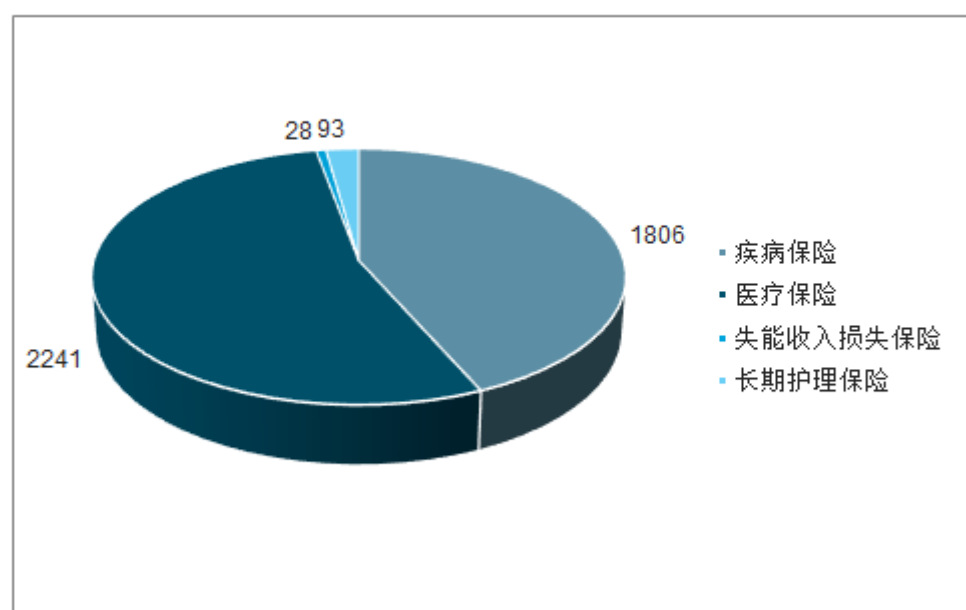
疾病保险——当被保险人在保险期间内发生保险合同约定的疾病、达到约定的疾病状态或实施了约定的手术时，给付保险金的健康保险产品。疾病保险是健康险的主要险种，2019 年其保单数量占健康险总保单量的 53.77%。

医疗保险——当投保人发生合同约定的医疗行为后，为被保险人接受诊疗期间的医疗费用支出提供保障的保险。2019 年其占健康险总保单量的比重为 43.33%。

失能收入损失保险——当被保险人发生合同约定的疾病或者意外伤害导致工作能力丧失时，保险公司提供一定时期的保险金，以预防收入减少或收入中断的风险。2019 年其占健康险总保单量的比重为 0.67%。

护理保险——当保险人在丧失日常生活能力、年老患病或身故时，侧重于提供护理保障和经济补偿的保险。2019 年其占健康险总保单量的比重为 2.23%。

我国在售健康险数量（款）



图：健康险数量 来源：中国产业信息

健康险自 2012 年以来发展较快，其原保费收入从 2011 年的 691.72 亿元，上涨至 2018 年的 5448.13 亿元，年复合增速高达 34%，显著高于同期人身险的原保费收入增速 15%。

近年来，我国健康险的快速发展，主要受以下几方面影响。

1) 老龄化程度加深：一般来说，一个国家 65 岁及以上人口占总人口的比重达到 7% 时，则进入“老龄化社会”；达到 14% 时，则为“老龄社会”；达到 21% 以上时，则成为“超老龄社会”。

2019 年，我国这一比重已经达到 12.6%，近五年年复合增速约为 5%。随着老龄化程度的不断加深，医疗支出的水平也随之快速增长。2014 年-2018 年，我国社会卫生支出年复合增速为 18%。

2) 重大疾病发病年轻化：受到环境污染及不良生活习惯等影响，多种疾病的发病呈现年轻化趋势。其中，癌症的高发期由之前的 50-60 岁，提前到 30-40 岁。此外，由于年轻人不健康的饮食和生活习惯日趋常态化，原本老年人常见的疾病也日趋年轻化，如心脏病、高血压、糖尿病、心脑血管等疾病也逐年年轻化。3) 政策鼓励健康险：随着近年来，我国推行

“保险姓保”、《关于开展商业健康保险个人所得税政策试点工作的通知》、《“健康中国 2030”

规划纲要》等政策，鼓励商业健康险，进一步推动我国健康险规模快速增长。**综合以上三方面原因，这是一个长期确定性增长的赛道。**

— 07 —



健康险、预测



对于健康生态保费收入的预测，我们采用市占率法：

*健康生态保费收入 = 我国人寿保险保费规模 * 健康险占比 * 互联网健康险渗透率 * 众安在线市*

占率；首先，来看我国人寿保险的保费规模：

根据我国银保监会披露的数据，2019 年我国人身保险的原保费收入规模为 29628 亿元，同比上涨 12.83%。根据我国 2019 年 GDP 总额 990865 亿元计算，2019 年我国人身保险的保险深度为 2.99%。对于我国人身保险保险规模的预测，我们根据保险深度的公式来进行预测：*我国人身保险保费规模 = GDP * 人身保险的保险深度。*

人身保险的保险深度——根据我们此前在友邦保险中的分析，我国目前的总保险深度（4.3%）与日本 1980 年（5%左右）相似，且无论在人口结构，还是人均 GDP 上都比较接近。同时，随着我国人均 GDP 的上升，以及老龄化程度的不断加深，我国对于人身保险的需求也将不断提升。根据日本保险深度的数据显示，日本的保险深度在 1980 年-1990 年的十年间，从 5% 上升至 9%，上涨了 4%。其中，约有 75% 为人身保险贡献的，即人身保险的增长为总保险深度的提升贡献了约 3%。因此，《并购优塾》沿用此前在友邦保险报告中的假设，至 2028 年我国人身保险的保险深度上升幅度与日本 1980 年-1990 年的上升幅度一致（3%）。**GDP**——我们根据市场上的预测 GDP 增速，对其进行预测。

其次，再来看健康险占比：2018 年，我国健康险保费收入占人身险保费规模的比重为 21%。

而早在 2014 年，美国这一比例就达到了 30%。我国的健康险占比较低，一方面，由于我国此前对于保险的意识比较淡薄，且人寿保险以理财型为主；另一方面，我国 2015 年个人医疗自费支出占总支出的比重为 32.4%，远高于美国的 11% 左右，说明我国健康险的保障力度仍然较低，个人仍要支出较多的医疗费用。不过，随着我国居民对保险意识的不断提高，健康险产品设计的不断提高。我国未来健康险占人寿保险的比重将会进一步提升。因此，《并购优塾》假设，至 2028 年，我国健康险占人寿保险的比重，从 2018 年水平逐渐提升至 2014 年美国水平 (30%)。

再来看互联网健康险的渗透率：由于互联网上销售的健康险，多为短期健康险，且标准化程度较高，适合在互联网上销售。加之，近年来我国推动保险逐渐向保障的本质转变，健康险发展较快。根据保险业协会统计，互联网健康险保费规模从 2015 年的 10.3 亿元增长至 2018 年的 122.9 亿元，年复合增速达到 128.51%。据此测算，2018 年互联网健康险保费收入占健康险保费收入的比重为 2.26%。虽然目前其渗透率较低，但是由于互联网健康险能够帮助寿险公司降低人力成本，它们可以将更多的人力物力，投入到为其带来更多收益的长期保险产品中。根据 2019 年中国平安的年报披露，其手续费及佣金占已赚保费的比重为 15%，而众安在线 2018 年这一比重则仅为 7.5%。加之，由于短期健康险具有单笔保费金额小，标准化程度高的特点，不需要太多的线下咨询。因此，未来会有更多的健康险转入线上销售。因此，优塾团队假设，至 2028 年互联网健康险的渗透率会逐渐提升至 10%。

然后，我们再来看众安在线的市占率：2018 年，众安在线在互联网健康险中的市占率约为 23%。不过，由于其在 2019 年缩减了团险业务，导致其市占率出现了下降。根据新的情况来看，其目前市占率为 13%。从竞争格局上来看，虽然没有健康险领域的市占率情况，传统寿险龙头如中国人寿、中国平安等，但从人身保险的竞争格局上来看，TOP10 的保险公司仍未传统寿险公司的线上业务，且高度集中，CR10 达到 92%。因此，健康险是一个强

渠道的市场。加之，健康险的产品同质化明显，因此其核心竞争力在于价格和成本。虽然个别保险公司的产品会通过增加疾病种类、赔付次数、赔付比例等方式来提高保障范围，但也会同时会增加费用。因此，规模更大的保险公司，更有压低价格进行竞争的能力。因此，未来我国互联网健康险的头部竞争格局依旧比较稳定。我们假设其未来市占率维持目前水平。

单位：亿元（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
健康生态保费															
人身险的赔付率						3.0%	3.3%	3.7%	4.0%	4.3%	4.7%	5.0%	5.3%	5.7%	6.0%
GDP						995,845	1,047,939	1,110,815	1,175,242	1,243,406	1,315,524	1,391,824	1,472,550	1,549,123	1,629,677
GDP增速							5.6%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.2%	5.2%
健康生态人身险占比						21.9%	22.8%	23.7%	24.6%	25.5%	26.4%	27.3%	28.2%	29.1%	30.0%
互联网健康险占比						2.26%	3.6%	4.6%	5.4%	6.1%	6.9%	7.7%	8.5%	9.2%	10.0%
保费收入		0.00	0.19	2.36	12.04	23.00%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
保费收入						23.59	39.31	57.34	80.32	109.24	145.15	189.25	242.89	305.84	380.71
保费收入						1.7%	4.6%	4.6%	4.2%	3.6%	3.2%	3.2%	3.2%	2.6%	2.6%

图：健康生态保费收入 来源：并购优塾

— 08 —



其他、预测



对于其他生态，由于占比不大，因此我们简单按照增速法对其进行预测。我们分别来看：

1) 汽车生态——2018 年该生态实现保费收入为 11.49 亿元，同比上涨 1356%。其增速上涨较快，主要由于随着 2017 年获得在全国销售车险的权利，其业务在 2018 年已经实现了全国覆盖。而从 2019 年上半年的保费增速 (26%) 来看，其已经恢复了正常较正常的增速，但由于仍在开拓期，增速仍比行业增速 (4.2%) 快。从竞争格局上来看，我国车险市场头部效应明显，2017 年 CR3 达到 67%，且始终被人保、中国平安、太保所占据。加之，其产品同质化严重，小型财险公司市占率上升的难度较大。因此，我们对车险业务进行简单预测，假设其保费收入的增速从 2019 年中报的 26%，逐渐下降至近五年我国车险保费平均增速 (10%)。

2) 生活消费——2018年,该生态实现保费收入为16.16亿元,同比下降10%。不过,2019年,由于其与蚂蚁金服等加强合作,使其保费收入增速达到81.8%。不过,由于该业务历史增长波动较大,且依赖于合作平台的合作关系。因此,我们假设2019年增速维持半年报增速水平,随后保守假设该业务收入维持不变。

3) 航旅——2018年,该生态实现保费收入为14.6亿元,同比上涨2%。2019年上半年,该业务同比下降8.5%。主要由于其主动缩减了承保质量较低的产品,导致收入下滑。考虑到该业务近年来始终保持较低增速,且2019年主动收缩业务范围。因此,我们保守假设,2019年其保费收入下降8.5%,随后保持不变。

4) 其他——2018年,其他保费收入为6.41亿元,同比上涨55%。2019年,该生态的保费收入同比下降17.4%。由于该业务收入规模较小,且波动性较大。因此,我们简单假设该业务2019年收入与2018年保持一致,随后其增速逐渐恢复至财险近五年平均增速水平。

单位:亿元(特殊说明除外)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
汽车生态保费															
汽车生态保费收入		0.01	0.04	0.79	11.49	14.48	-17.9%	22.02	26.58	31.60	37.00	42.68	48.46	54.17	59.58
YOY			376%	201%	1354%	20%	-24%	22%	21%	19%	17%	15%	14%	12%	10%
生活消费生态保费															
生活消费生态保费收入	7.32	15.96	16.20	17.87	16.16	29.38	29.38	29.38	29.38	29.38	29.38	29.38	29.38	29.38	29.38
YOY		118%	2%	10%	-10%	81.8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
航旅生态保费															
航旅保费收入	0.44	3.22	10.82	14.36	14.60	13.44	13.44	13.44	13.44	13.44	13.44	13.44	13.44	13.44	13.44
YOY		628%	236%	25%	2%	-8.0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
其他保费															
其他保费	0.08	0.42	1.48	4.14	6.41	6.41	6.50	6.67	6.94	7.31	7.60	8.42	9.21	10.19	11.41
YOY		407%	255%	179%	52%	0%	1%	3%	4%	5%	7%	8%	9%	11%	12%

图：保费收入预测 来源：并购优塾



综合以上数据,《并购优塾》计算出数据,近三年的收入增速分别为 27%、30%、29%。这里,我们再结合“预披露数据”、“分析师预测”等方法,进行交叉验证。

方法一:预披露数据——根据其披露的 2019 年保费情况,其实现 146.35 亿元保费收入,同比上涨 30%。

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 55.54%、20.9%、24.63%,未来 2 年复合营收增速 36.89%;利润增速为 81.75%、232.98%、111.97%,分析师一致预测目标价为 29 元。整体来看,我们 2019 年的预测值与其披露的保费收入无较大差异,而 2020 年-2021 年我们较分析师给出的增速略高。差异的原因在于:我们考虑到未来消费金融市场有较高的增长空间,因此给出了较高的增速。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?

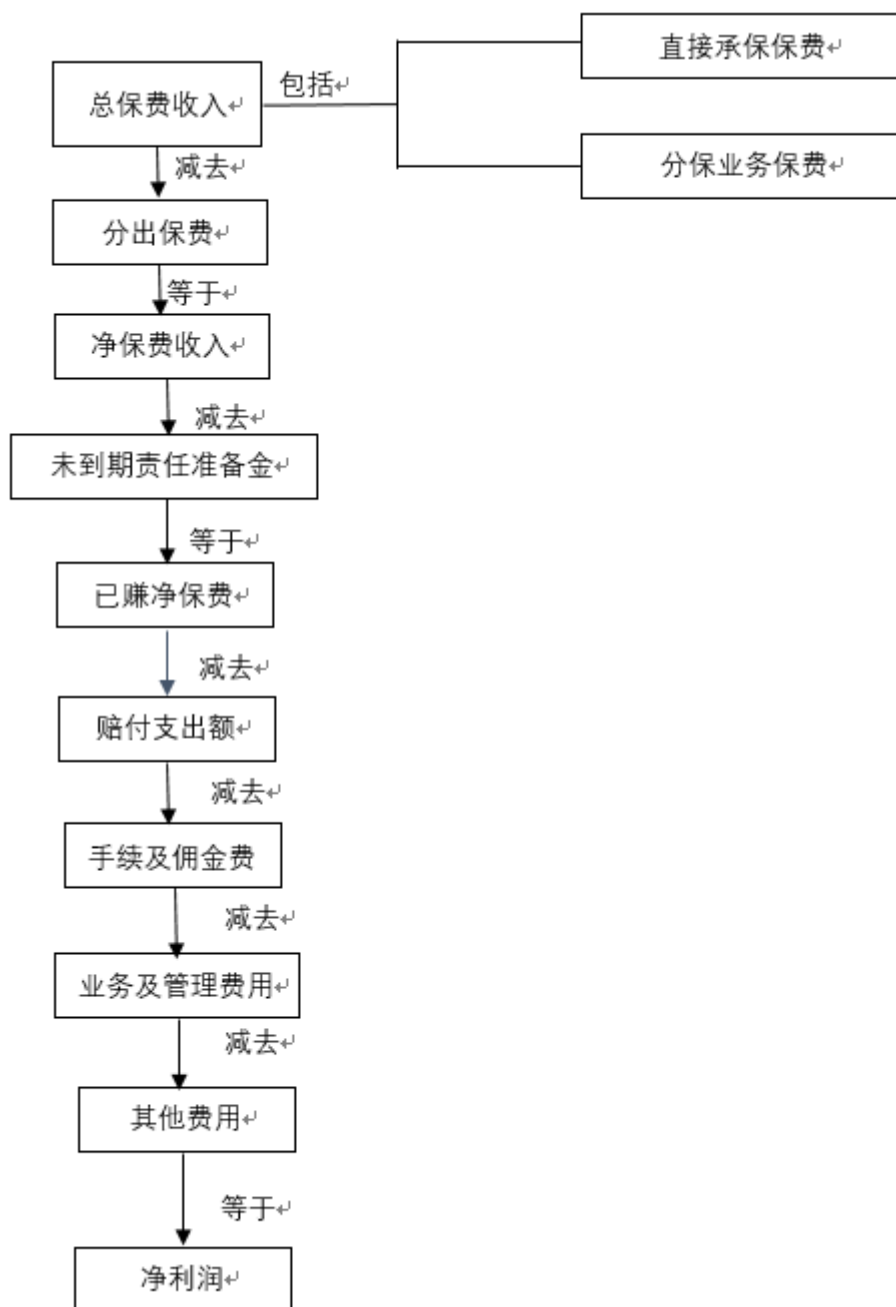
— 10 —



利润率, 预测



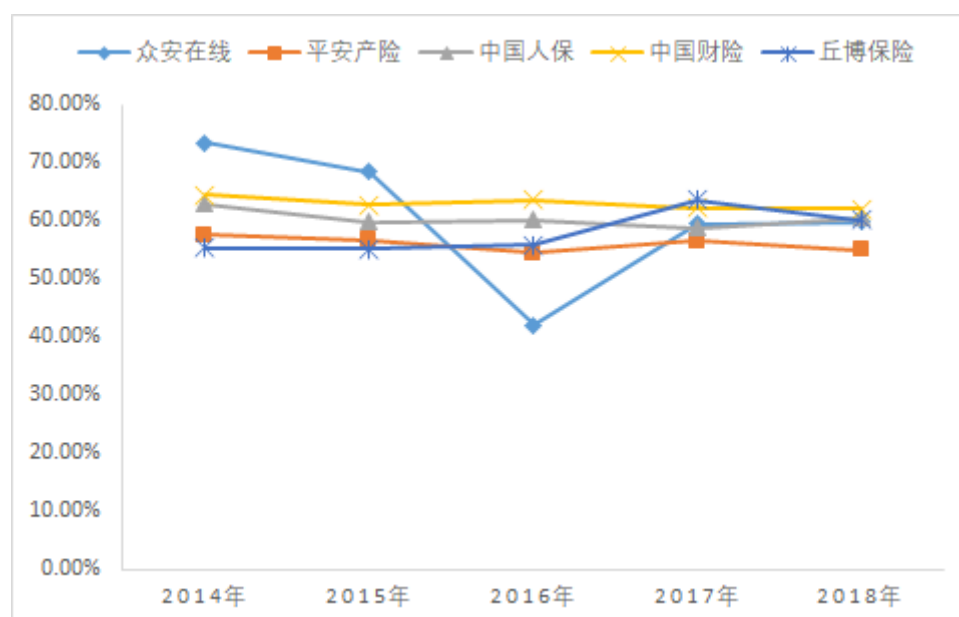
对于保险公司来说,利润表和其他公司大为不同。其收入在利润表上的体现为总保费收入(包括直接承保保费和分入保费),并通过扣减分出保费未到期责任准备金,得到已赚净保费,之后再扣减各项支出得到其得到的利润。



图：利润表结构 来源：并购优塾

目前，其主要支出包括已发生净赔款、业务及管理费用、手续费及佣金费，这三项支出统称为综合成本率。相对应的支出比率分别为：赔付率、业务及管理费用率、手续费及佣金费率（各项指标均以已赚净保费为分母）。

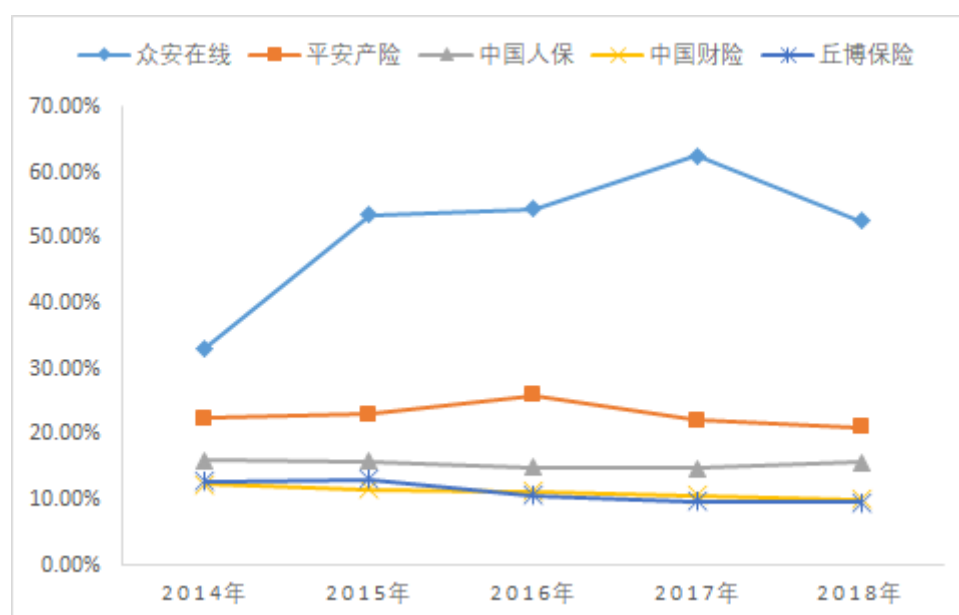
先来看赔付率—— $\text{赔付率} = \text{赔付支出额} / \text{已赚净保费}$ 从历史赔付率来看，2014 年到 2018 年，赔付率分别为 73.46%、68.47%、42.05%、59.49%、59.86%。



图：赔付率对比 来源：并购优塾

由于中国平安单独披露了其平安产险的财务数据，所以我们在下面费用率对比中都直接用平安产险的财务数据进行对比。从赔付率来看，众安在线近两年赔付率趋于平稳。据 2019 年上半年报，众安在线赔付率为 63.88%，同比去年的 54.17%有较大涨幅。主要原因是业务结构发生变化，赔付率较低的航旅业务收入占比下降，而赔付率较高的生活消费等业务收入占比上升，导致整体赔付率升高。与同行业对比来看，众安在线赔付率与同行业基本处于同一水平。如果同寿险公司对比来看，财险公司的赔付率普遍较高，主要是由于寿险一般期限较长，有一定的储蓄功能，而财险业务一般期限较短，赔付率也相对较高。对于赔付率，我们假设赔付率保持在 2019 年上半年水平不变。

业务及管理费用率——主要包括职工薪酬、行政办公支出等，对于互联网保险公司，管理费用还包括支付给合作伙伴的咨询费及服务费。从历史数据来看，近五年，其业务及管理费用率分别为 33.15%、53.59%、54.48%、62.55%、52.58%。



图：业务及管理费用率对比 来源：并购优塾

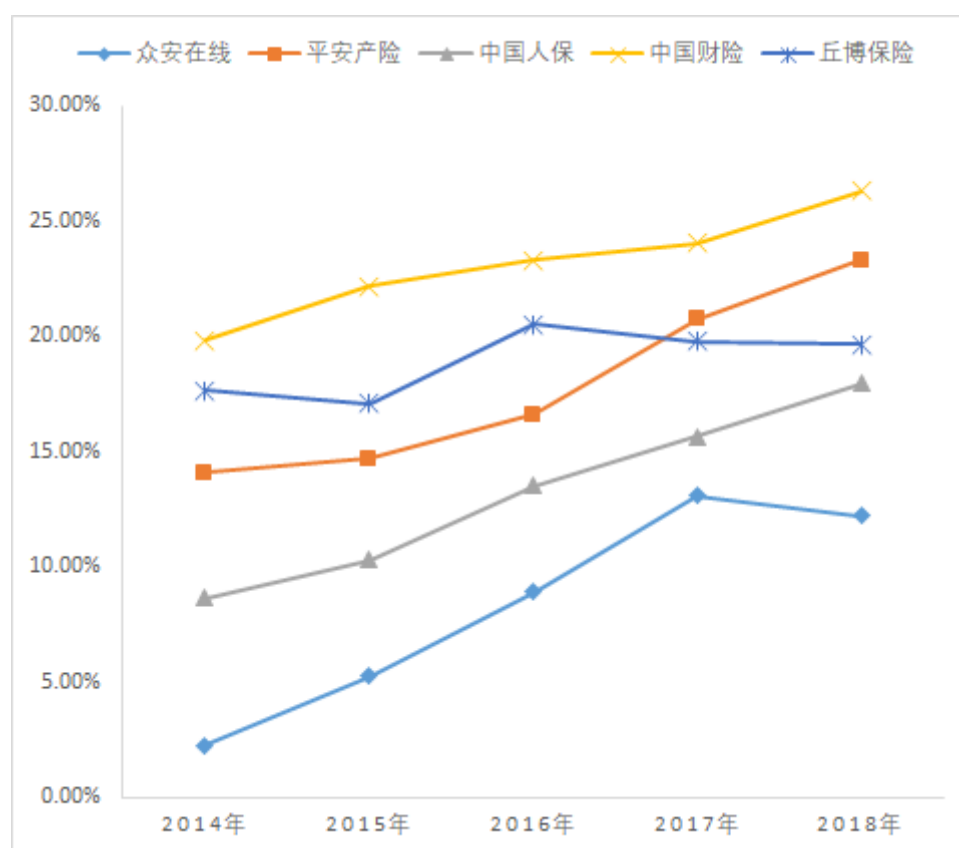
2019年上半年，众安在线业务及管理费用率为39.39%，与去年同期54.17%相比有较大降幅，主要是由于2019年上半年，退运险等短期产品占比增加，导致其提取未到期责任准备金相比去年大幅减少，从而导致其已赚保费增幅较大（分母增大），所以相比去年业务及管理费用率大幅下降。与同行业对比来看，众安在线业务及管理费用率远高于其他企业，主要是由于其管理费用中主要包含咨询费及服务费，该费用是用于支付给生态系统合作伙伴（主要为各大互联网平台）的服务费，该部分费用占管理费用的55%，注意，该费用是互联网保险VS传统保险公司的“费用增项”。

其他公司相比来看，中国财险管理费用率更低一点，和丘博保险管理费用率接近，其解释为完善费用预算动态调整机制，执行全面预算管理，严格控制管理费用支出，成本管控能力较好。考虑到本案与传统财险公司龙头的核心差异，在于支付给互联网平台合作伙伴的“渠道费”，而这对综合成本率形成较大压力，对净利率的影响不利。目前，本案的综合成本率均在100%以上，很明显，这并不利于它的长期发展和价值实现。

所以，此处我们基于长远发展的角度，对它的业务及管理费用率，开设情景假设开关：保守情况下——2019年管理费用率保持2019年水平不变，2020年开始随着转化率的提升，

管理费用率下降，假设三年内管理费用中的咨询服务费（占比 55%）下降一半，即整个管理费用率下降 27.5%。乐观情况下——我们假设其保持 2019 年上半年水平不变，2020 年开始随着转化率的提升，管理费用率下降，假设三年内管理费用中的咨询服务费（占比 55%）下降三分之二，即整个管理费用率下降 36.9%。（注：关于互联网保险公司如何控制费用率实现盈利，属于行业命题，行业内还在进一步的摸索和实践，我们根据建模的需要，假设其在乐观情况下能够实现盈利，否则建模没有实际意义）

手续费及佣金费率——指保险公司就分销保单支付给保险代理的费用。从历史数据来看，近五年，其手续费及佣金费率分别为 2.25%、5.25%、8.90%、13.07%、12.22%。



图：手续费及佣金费率对比 来源：并购优塾

2019 年上半年，众安在线手续费及佣金费率为 7.39%，与去年同期 14.53%相比有较大降幅，一是，因为上述提到的提取未到期责任准备金相比去年大幅减少（造成分母变小）外；二是，因为上半年压缩手续费及佣金高的航旅险等业务，造成手续及佣金费用率下降。从

整个行业来看，手续费及佣金费用率不断上升，上涨主要原因是监管限制车险买赠行为，代理公司将车险返还费用计入到手续费。与同行业对比来看，众安在线手续费及佣金费率低于其他企业，主要是由于其它传统保险公司的销售方式为线下销售为主，需要大量的销售人员，所以，保险销售人员的佣金手续费等费率较高。对于手续及佣金费用率，由于其短期内有一定小幅波动，我们假设其维持2019年上半年水平不变。

众安在线		利润表 Income Statement														
单位：亿美元（特殊说明除外）		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
本表假设																
保费及收费收入增速	假设与当年加权保费收入增速一致		187.5%	49.3%	74.7%	89.0%	27.0%	29.2%	27.3%	26.9%	25.3%	21.0%	19.6%	17.6%	15.3%	13.3%
分保及再保险公司的保费/保费及收费收	假设维持近两年平均水平	0.9%	1.4%	1.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
提取未到期责任准备金/净保费增加额	假设维持近两年平均水平		23.6%	13.1%	46.7%	39.2%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%
投资回报/投资类资产	假设维持近两年平均水平	9.5%	4.2%	1.9%	6.0%	3.5%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
赔付率	假设维持2019年上半年水平	73.2%	68.3%	42.0%	59.5%	59.9%	63.9%	63.9%	63.9%	63.9%	63.9%	63.9%	63.9%	63.9%	63.9%	63.9%
手续费及佣金费用率	假设维持近三年平均水平	2.2%	5.3%	8.9%	13.1%	12.2%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
业务及管理费用率	对于业务及管理费用率，我们开说假设假设开： 保守情况下，2019年管理费用率保持2019年上半年水平，2020年开始随着特化率的提升，管理费用率下降，假设三年内管理费用率中的咨询费（占比55%）下降一半，即整个管理费用率下降27.3%。 乐观情况下，我们假设保持2019年上半年水平不变，2020年开始随着特化率的提升，管理费用率下降，假设三年内管理费用率中的咨询费（占比55%）下降三分之二，即整个管理费用率下降34.9%。	33.1%	53.6%	54.0%	62.5%	52.6%	39.4%	34.5%	29.7%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
借贷利率（中期债券利率）	假设维持其贷款利率平均水平						3.68%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%
货币资金利率	假设维持香港活期存款利率						0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
其他开支/息收益	假设维持2018年水平	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
所得税率	假设维持2018年平均水平	0.0%	25.4%	30.0%	0.6%	0.7%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
少数股东损益	假设	0.00	0.00	0.60	0.01	(0.53)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

图：利润表预测 来源：并购优塾

利润表构建，到这里已经成型，接下来的问题是：资产负债表，又该如何建模？

— 11 —

负债，预测

目前，众安在线的负债主要由四部分组成，分别为：保险合同负债、期借款及短期借款、应付分保账款、其他负债，其中，其他负债主要包括各种应付账款。

先来看保险合同负债：对于保险合同负债，该负债主要是由保险公司通过经验，对保险合同项下责任所需支付的金额做出合理估计，通过基于结算日可获取的现行资料确定有关假设，同时考虑风险调整。涉及到的计算指标包括赔付率、开支假设、风险边际等，并通过折

现计算得到的。不过,我们无法精确计算,这里只能按照历史数据粗略预测,计算公式为: $\text{保险合同负债} = \text{期初保险投资及负债} + \text{新增保险投资及负债}$ 对于期初保险及投资负债,该数值已知,即上一年末的保险及投资负债;而对于新增保险投资及负债,历史新增保险投资及负债占保费收入的比例近几年均值为 22.42%,我们假设维持这一数值不变。因此,《并购优塾》粗略假设,未来每年保险合同负债 = 期初保险投资及负债 + 保费收入 * 22.42%。

再来看短期借款及长期借款 对于短期借款和长期借款,从 2014 年到 2017 年,其长期借款和短期借款都较少,2018 年,其卖出回购金融资产款增加到 25.5 亿元,2017 年该项目为 1.35 亿元,报表显示,其卖出回购金融资产款为证券及债券。对于短期借款及长期借款,我们考虑其主要是资金不足,用于支付日常营运开支及部分保险合同赔付等。因此,《并购优塾》假设——未来其短期借款及长期借款占业务及管理费及已发生净赔款的比重维持历史平均水平。

再来看应付分保账款: 该部分负债主要与再保险业务相关,其主要受分出保费影响较大。我们假设其未来占分出保费的比例维持在历史均值 80.3%。

然后,我们将其他负债(主要包含各种应付账款),作为资产负债表配平项,倒算出相应的金额。此处处理,和普通行业和公司有所不同,在建模过程中需要留意。

— 12 —



资产端, 预测



考虑到保险公司的资产负债表较复杂,因此,我们将其资产端分为: 现金及现金等价物、投资类资产、应收保费、应收分保账款、存出资本保证金固定资产、其他经营性资产、固定资产、无形资产、商誉。

其中，占比排首位的为投资类资产。 1、投资类资产——主要为保险公司收到保费后再投资而形成的资产。在做其资产配置时，需要考虑：1) 保证资产价值的稳健性；2) 能够获得足够的收益以满足其负债成本的要求。因此，基于以上因素，其投资标的可以分为债权投资、股票基金、理财产品等。从占比来看，其投资标的主要以债权类为主，2018年占投资类资产的比重为61.2%。

由于其投资类资产的增加，主要来源于保费的增加。因此，《并购优塾》假设，其投资类资产的未来增速与净保费收入的增速保持一致。

2、现金及现金等价物——其现金及现金等价物，主要用于支付日常营运开支及部分保险合约赔付等。由于该部分的历史占比较稳定。因此，《并购优塾》假设，未来其现金及现金等价物占业务及管理费及已发生净赔款的比重维持历史平均水平。

3、应收保费——其近几年应收保费占净保费收入比例不断增加，主要是由于其部分业务分期付款，导致应收保费增加，2019年上半年应收保费占净保费收入的比例34.58%，相比去年同期39.80%小幅下降，可能是由于上半年短期产品收入提升的原因。对于应收保费，我们假设其占保费收入维持近两年平均水平不变。

4、其他经营性资产——主要包括再保险资产及应收利息等。由于其与净保费收入的增长相关，因此《并购优塾》假设，未来其增速维持与净保费收入增速一致。**其它资产负债表科目由于占比较小，我们不再过多赘述，详细预测过程见建模表。**

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	566.9	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	652.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
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													
（单位为百万元人民币，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】				资产减少，现金流量	-2,582	-2,338	-2,720	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055
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
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,635	-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)				(表学负)	-5,608	-5,177	-6,502	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509
(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，会和并购优塾定制报告的**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

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 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**的数百家公司的研究案例，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。