

2021年04月12日

众安在线 (06060.HK)

深度分析

快速成长的国内首家互联网保险公司

投资要点

- ◆ **中国首家保险科技公司，股东资源雄厚。**众安 2013 年成立，17 年上市，三大股东——蚂蚁、腾讯和平安实力雄厚。公司业务由保险和科技双引擎驱动，保险是主要业绩来源。互联网产险非车业务增速喜人，2016-20 营收 CAGR 48.8%，2020 年实现盈利。目前，公司已超越同期设立的其他互联网保险公司，并在健康险等细分领域与平安、人保等大型传统险企有一较之力。
- ◆ **互联网保险先发优势明显、产品创新能力优异。**公司成立以来较早布局互联网保险，积累了大量数据和经验，形成一定竞争壁垒。产品创新能力优异，业内领先推出尊享 e 生百万医疗险和步步保等产品。与支付宝等平台合作打响了自身品牌知名度，并搭建自营平台。我们预期随着尊享系列自营平台比例持续提高，公司未来降低成本和交叉销售其他产品的能力也将逐步提升。
- ◆ **保险业务未来仍倚重健康生态和生活消费生态。**公司保险业务分五大生态，其中健康生态是主要业绩来源，目前已搭建起“保险+互联网医院+暖哇科技”的生态闭环，服务水平不断提升。研发了针对慢病人群的特色医疗保险品种，扩大了参保人群范围，持续有质量的增长可期，畅销产品尊享系列未来发展空间广阔。生活消费生态中，产品创新尤其重要，公司持续探索宠物险等其他场景下未被开发的保险产品。
- ◆ **科技赋能效果显著，科技输出前景广阔。**科技能力主要在增加用户粘性和提升服务质量显现，降低成本主要体现在客服、风控和运营环节。快速响应市场需求、公司科技输出出目前在日本、东南亚和新加坡都有成功案例，2020 年实现收入 3.94 亿元，yoy+37.83%，前景可期。
- ◆ **投资建议：**我们看好互联网保险业务和科技输出，尤其以保险为核心的大健康生态，预计公司 2021-23E 归母净利润 5.92/7.96/10.16 亿元。基于 P/S 估值法和 3.4x 目标倍数，推导得目标价 59.22 港元。然而，目前科技股估值承压，同时竞争激烈下，公司综合成本率改善或低于市场预期。首次覆盖，给予增持-A 评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济下行；监管趋严；疫情未得到控制；业绩增长低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	15124	18493	21529	26340	32108
同比增长 (%)	57.37%	22.28%	16.41%	22.35%	21.90%
归母净利润 (百万元)	(454)	554	592	796	1016
同比增长 (%)			6.82%	34.62%	27.61%
ROE (%)	(2.99%)	3.62%	3.66%	4.63%	5.51%
EPS (元)	(0.31)	0.38	0.40	0.54	0.69
PE	(128.93)	105.18	99.31	73.77	57.81

数据来源: wind, 华金证券研究所

投资评级 **增持-A(首次)**
 股价(2021-04-12) 47.40 元

交易数据

总市值 (百万元)	69,669.14
流通市值 (百万元)	67,299.13
总股本 (百万股)	1,469.81
流通股本 (百万股)	1,419.81
12 个月价格区间	23.85/78.80 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-0.97	32.7	63.29
绝对收益	-3.31	35.53	81.39

分析师

崔晓雁
 SAC 执业证书编号: S0910519020001
 021-20377098

报告联系人

范清林
 fanqinglin1@huajinsec.com
 021-20377065

相关报告

内容目录

一、中国首家互联网保险公司.....	3
(一) 保险为主要业绩来源，科技提供新的利润增长点	3
(二) 股东资源雄厚，处于快速增长阶段	3
二、互联网保险行业方兴未艾.....	5
(一) 非车业务收入增长势头不减.....	5
(二) 众安在互联网保险领域份额领先	6
三、众安：“保险+科技”双引擎驱动业务增长	8
(一) 保险业务板块	8
1、健康生态：拳头产品尊享系列发展空间广阔.....	8
2、数字生活生态：创新型产品推动业务增长	13
3、消费金融生态：聚焦头部优质资产	16
4、其他生态：保持稳定的发展速度	17
(二) 科技业务板块	18
1、科技赋能——降本增收效果显著	18
2、科技输出——业务增长有前景	20
(三) 投资板块灵活性、波动性较大	22
(四) 其他业务板块：欣欣向好	23
(五) 保持核心竞争力，与大型险企错位竞争	24
四、盈利预测与投资建议	27
(一) 盈利预测	27
(二) 估值分析与投资建议	27
风险提示	30

一、中国首家互联网保险公司

（一）保险为主要业绩来源，科技提供新的利润增长点

众安在线（以下简称“众安”），于2017年9月登陆港股，是中国首家上市的互联网保险科技公司。公司成立于2013年10月，由阿里马云、腾讯马化腾、平安马明哲倡导并出资设立，注册资本14.70亿元。截至2020年末，公司累计服务约5.24亿的用户，总保单逾79亿张。2020年实现总保费收入167.09亿元，在疫情影响下仍实现14.21%的同比增速。

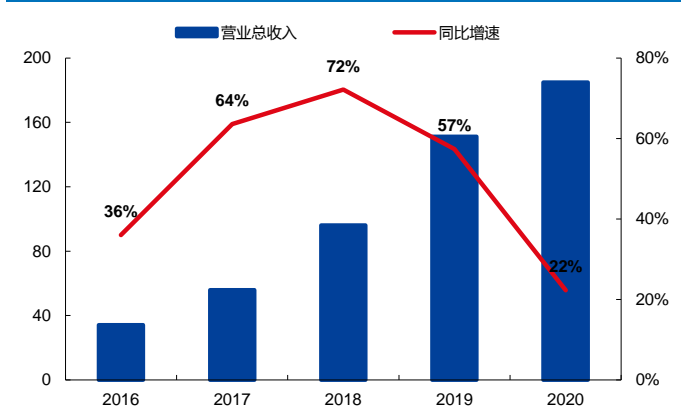
“保险+科技”双引擎驱动业务增长。公司有三大业务分部，保险分部主要提供各类互联网财产保险和短期健康险，科技分部在赋能保险业务的同时对外输出科技能力，其他分部包括在香港运营的虚拟银行（ZA Bank）和众安人寿等。三个分部2020年收入占比分别为96.16%、2.13%和1.71%。保险分部业务主要分为五大生态：健康、数字生活、消费金融、汽车和其他，主要产品为尊享系列短期健康险，退货运费险，保证保险，车险等。科技分部的科技能力已成功实现对外输出，并且于2018年开拓了海外市场，2020年实现收入3.94亿元。其他分部处于起步阶段，其中众安银行2020年实现收入0.72亿元。保险分部是公司主要的业绩来源，科技分部提供新的利润增长点。公司保险业务于2020年实现盈利，录得分部净利润9.93亿元。

表 1：众安保险分部五大生态下的主要产品

生态	险种	主要产品	合作伙伴
健康	短期健康险	尊享系列、步步保、滴滴车主保障计划	支付宝、腾讯、i云保
生活消费	退货运费险、货运险、家财险、保证险、责任险	退货运费险、货运险、手机意外险、物流责任险、碎屏险	淘宝、天猫
消费金融	信用保险、保证保险	宝贝计划、马上花	翼支付、沃钱包、和包、寺库、
汽车	车险	保霸车险	平安产险、瓜子、毛豆、滴滴
航旅	意外险	航意险、航延险、退票险、火车意外险	携程、去哪儿、飞猪、各大航司、旅行社
其他	意外险、责任险	个人意外伤害险、雇主责任险	

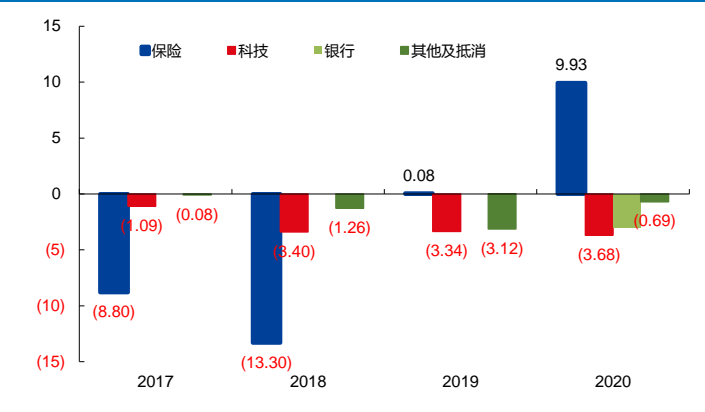
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 1：众安营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：众安各分部利润构成（亿元）

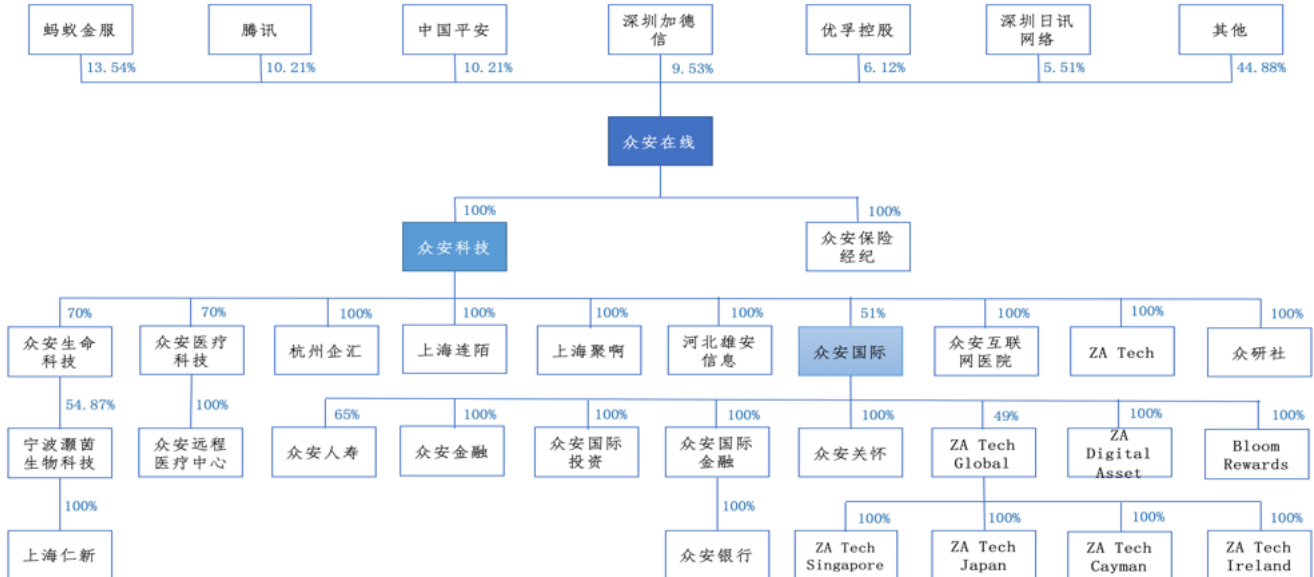


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）股东资源雄厚，处于快速成长阶段

“三架马车”支持众安发展。蚂蚁、腾讯和平安为前三大股东，截至 2020 年末分别持有 13.54%、10.21%、10.21% 的股份。蚂蚁作为第一大股东，与公司业务发展最为密切，公司健康生态的百万医疗险在其支付宝平台销售，生活消费生态的退货运费险主要来源于淘宝和天猫平台。另一大股东腾讯，也为公司提供了销售产品的平台——微保。而与平安的合作主要在车险领域，以共保模式向用户提供车险产品。另外，平安旗下的资管公司受托为公司提供资产管理服务。

图 3: 众安股权结构及旗下子公司



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

截至 2020 年末, 公司已成立 7 年有余, 其保险业务与科技业务几乎是同时起步与发展, 保险业务提供给科技业务大量的数据与实践案例, 科技业务不断发展去支持保险业务, 两者并驾齐驱。公司自成立到上市用了约 4 年的时间, 从上市起至今 3 年有余, 还处于快速成长阶段。

图 4: 众安历史大事记



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

二、互联网保险行业方兴未艾

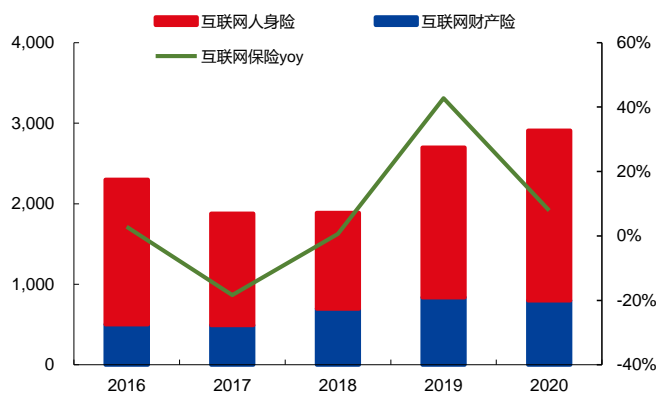
(一) 非车业务收入增长势头不减

截止 2020 年末，我国从事互联网保险的财产险公司有 73 家，人身险公司有 61 家，全年保费收入分别为 797.95 亿元和 2110.8 亿元，占比分别为 27%和 73%。目前来看，互联网保险的渗透率(保费占全渠道总保费比)并不高，总体渗透率在 2020 年达到 6.43%，其中人身险 6.66%、财产险 5.87%。第三方机构智研咨询预计，2023 年互联网保险渗透率将达到 13%，我们认为互联网保险还有较大发展空间。

互联网人身险中的健康险发展速度最快，自 2016 年起健康险的规模逐年提升。2020 年互联网人身险中健康险占比 18%，费用报销型医疗保险是健康险中保费规模最大的险种（2020 年占比 61.1%，同比增长 58.3%），重疾险保费同比增长 60.6%、占比 23.3%。

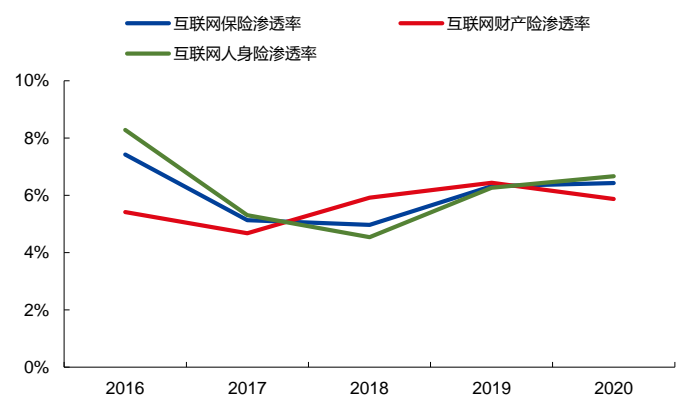
近年来车险业务发展萎靡，在互联网财产险中的占比逐年降低，以意健险为代表的非车业务成为拉动互联网保险增长的新动力。

图 5：互联网保险收入及同比增速（亿元）



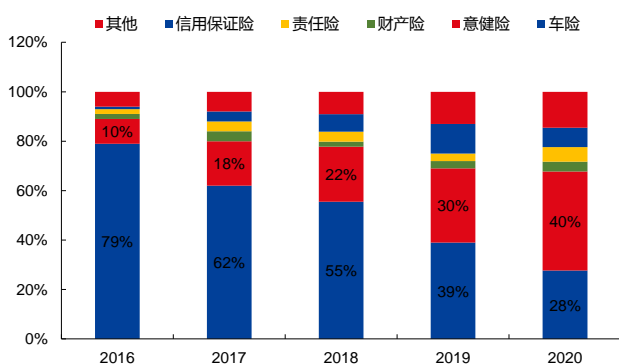
资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：互联网保险渗透率



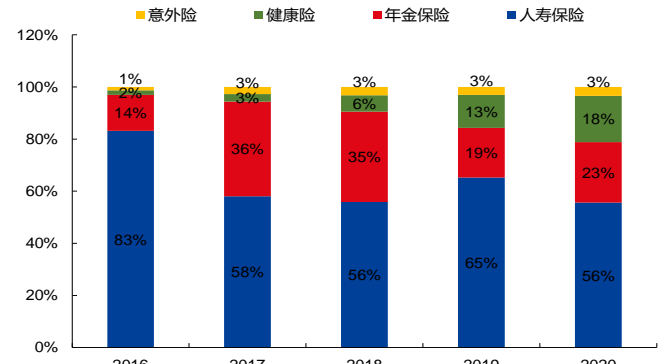
资料来源：wind，华金证券研究所

图 7：互联网财产险险种结构



资料来源：中保协，华金证券研究所

图 8：互联网人身险险种结构



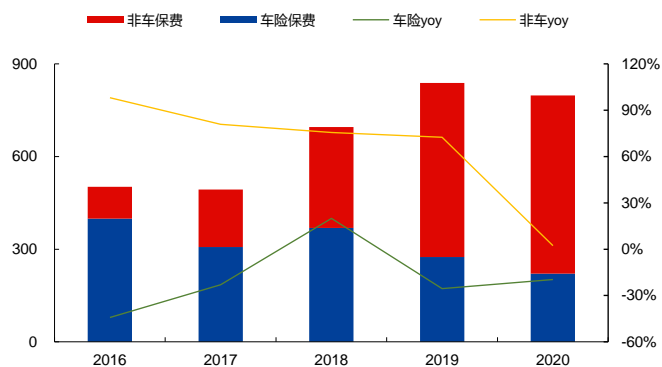
资料来源：中保协，华金证券研究所

互联网非车险业务中短期健康险保费规模最大，创新型产品保单量最高。根据中保协数据，2019 年互联网非车险业务量首次超越车险，2020 年车险/非车险分别实现保费 220.60/577.35

亿元，同比-19.64%/+2.35%，占比为 28%/72%。互联网非车险收入在 2014-2019 年 CAGR 达 90.80%，其中短期健康险增速较快，成为保费规模最大的险种。百万医疗险综合成本率跟其他险种相比处于较低水平，利润可观。创新型保险产品保单量最高，保单量前三位互联网非车险热销产品为网络购物退货运费损失保险、网络交易平台卖家履约保证保险、支付宝账户资金损失保险，此类保险产品都是围绕互联网细分场景下产生的创新型保险产品，保单数量高而均价低。疫情期间社会居民健康保障意识的提升、偏好网上购物人群的增多、互联网各细分场景下激发的保险需求和相关政策的规范与引导将成为增势背后的驱动力。

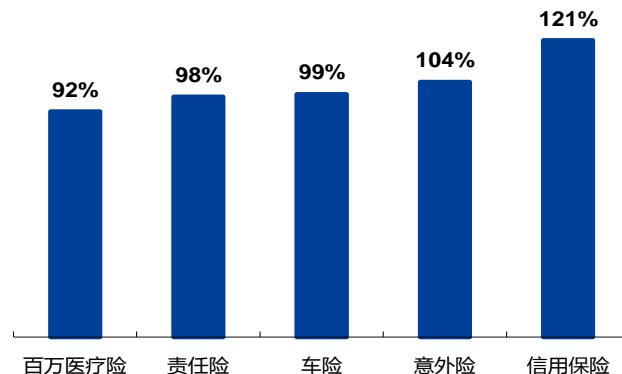
互联网非车业务依赖第三方渠道。互联网车险业务中约 60%来源于自营平台渠道，第三方网络平台的业务贡献度最小。与此形成对比的是，互联网非车险业务中保险公司自营平台的业务贡献度最小，不足 10%，主要渠道为第三方网络平台（占比 55%），其次是保险专业中介机构（占比 34%）。互联网非车险保险产品的高频、小额和场景化特征，需要跨界、平台、流量和大数据等互联网特征来支撑，故而需要与第三方平台大力合作。

图 9：互联网非车险业务占比逐年提升（亿元）



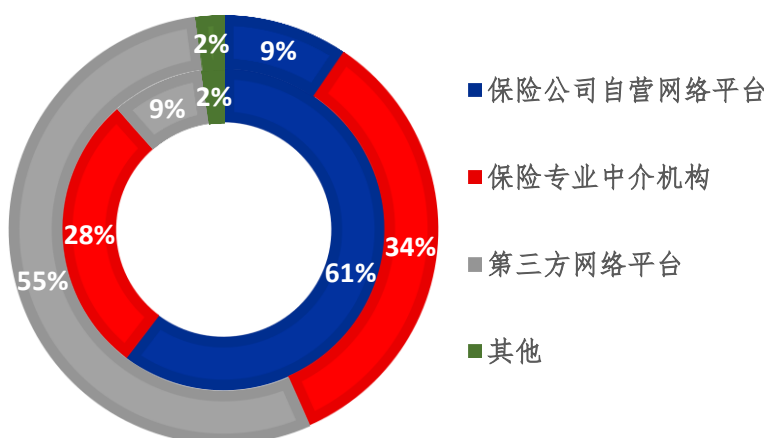
资料来源：wind，华金证券研究所

图 10：2019 年财产险一年期短期险种综合成本率



资料来源：中再《国内产险市场现状评估与发展趋势展望》，华金证券研究所

图 11：2020 年互联网财产险各渠道业务贡献（外层非车险，内层车险）



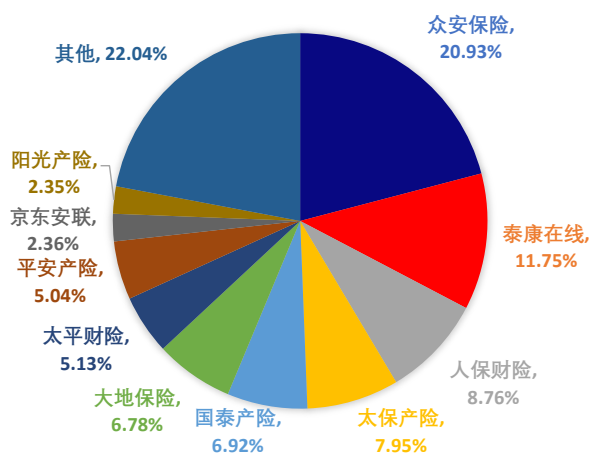
资料来源：中保协，华金证券研究所

（二）众安在互联网保险领域份额领先

众安在互联网产险行业的市场份额第一。中保协数据显示，截至 2020 年末，开展互联网保险业务的 73 家财产保险公司，保费规模前十为众安在线、泰康在线、人保财险、太保产险、国泰产险、大地保险、太平财险、平安产险、京东安联和阳光产险，合计保费 622.12 亿元，市场份额 77.96%，四家专业互联网保险公司保费合计 280.60 亿元，市场份额分别为 20.93%(众安)、11.75% (泰康在线)、2.20% (安心) 和 0.28% (易安)，合计 35.16%。

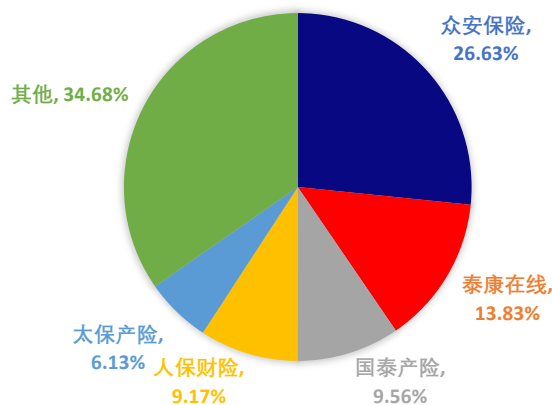
专业互联网保险公司在互联网非车险领域有明显竞争优势。2020 年互联网非车险保费收入位居前五为众安在线、泰康在线、国泰产险、人保财险、太保产险，累计保费收入共 377.14 亿元，合计市场份额为 65.32%，众安保险和泰康在线分别以市场份额 26.63%、13.83% 的明显优势位居前两位。

图 12: 2020 年互联网财产保险市场份额



资料来源: 中保协, 华金证券研究所

图 13: 2020 年互联网非车险市场份额



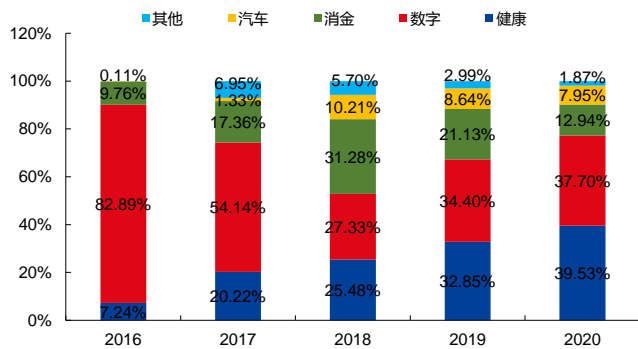
资料来源: 中保协, 华金证券研究所

三、众安：“保险+科技”双引擎驱动业务增长

（一）保险业务板块

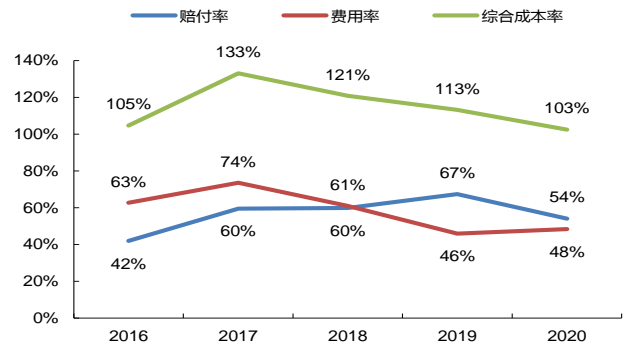
公司保险业务的五大生态：健康、数字生活¹、消费金融、汽车、其他，2020 保费贡献比分别为 39.53%、37.70%、12.94%、7.95%、1.87%。消费金融生态的赔付率高企，公司于 2019 年开始缩减业务规模，而航旅生态的渠道费率一直过高，2020 年业务规模大幅下滑，公司聚焦于健康生态和数字生活生态其他领域。

图 14：众安保险业务总保费收入结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：众安综合成本率走势

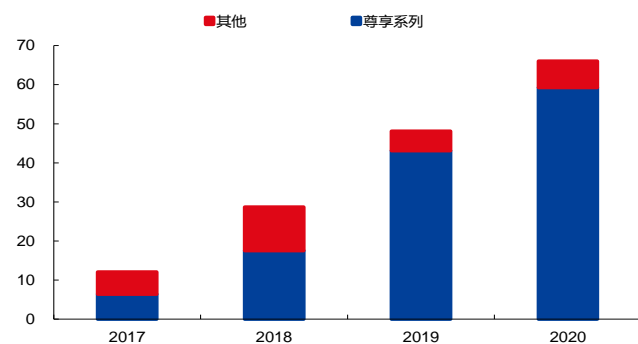


资料来源：公司公告，华金证券研究所

1、健康生态：拳头产品尊享系列发展空间广阔

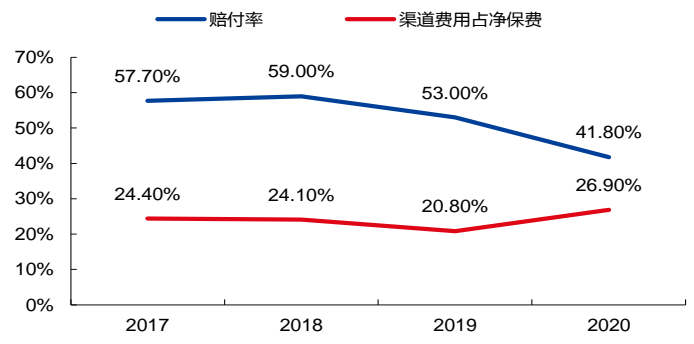
公司健康生态的主要产品为尊享系列、步步保和滴滴车主保障计划，其中中端医疗保险产品尊享系列 H120² 保费收入 27.4 亿元，同比增长 138.20%，占健康生态总保费收入的 89.79%，是健康生态营收的主要来源。其他产品如步步保有 3300 万用户运动数据授权接入，滴滴车主保障计划也获得平台车主的广泛参与。2020 该板块实现保费收入 66.04 亿元，同比增长 37.42%。2019 年公司对健康生态业务结构进行优化，赔付率较高的团险业务缩减。2020 年板块赔付率同比-11.20pct 至 41.80%，渠道费用占净保费比同比+6.10pct 至 26.90%。

图 16：健康生态总保费收入³（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 17：健康生态费率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

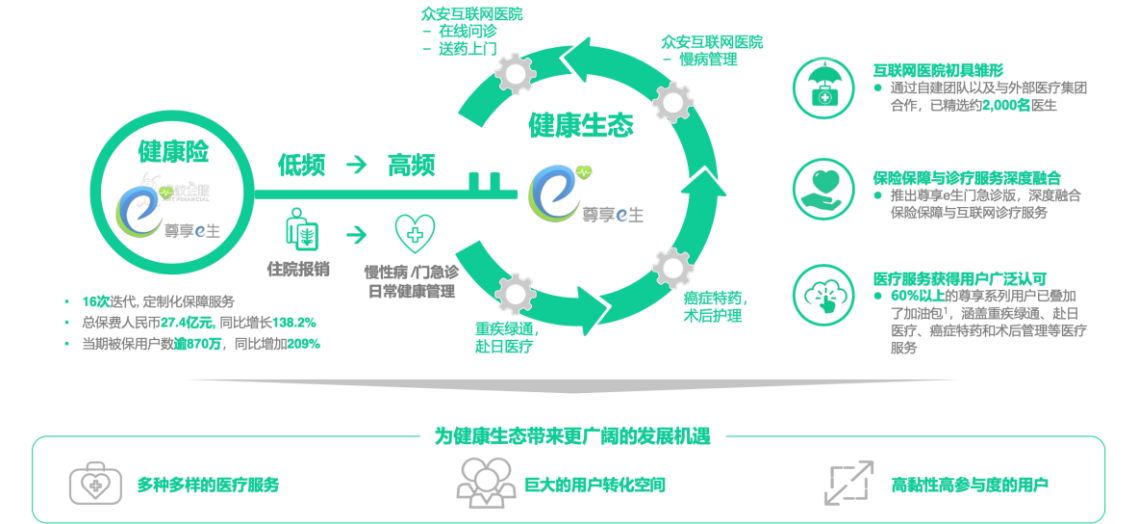
¹ 2020 年报将航旅并入数字生活，以前年度做同口径处理

² 年度数据未披露

³ 年报未披露尊享系列保费，我们以中报披露的占比测算

尊享系列产品自 2016 年发行以来，历经 19 次迭代优化。2019 年底，随着众安互联网医院上线，暖哇科技连接超 1000 家医院，公司初步完成“健康险+互联网医院+暖哇科技”的健康生态服务闭环，为用户提供以保险保障为核心，并融合疾病预防、健康管理、医疗问诊及医疗信息的一站式解决方案。健康生态闭环提供多种多样的医疗服务，服务覆盖用户生命周期不同健康状况，着力于提升服务体验和用户粘性。

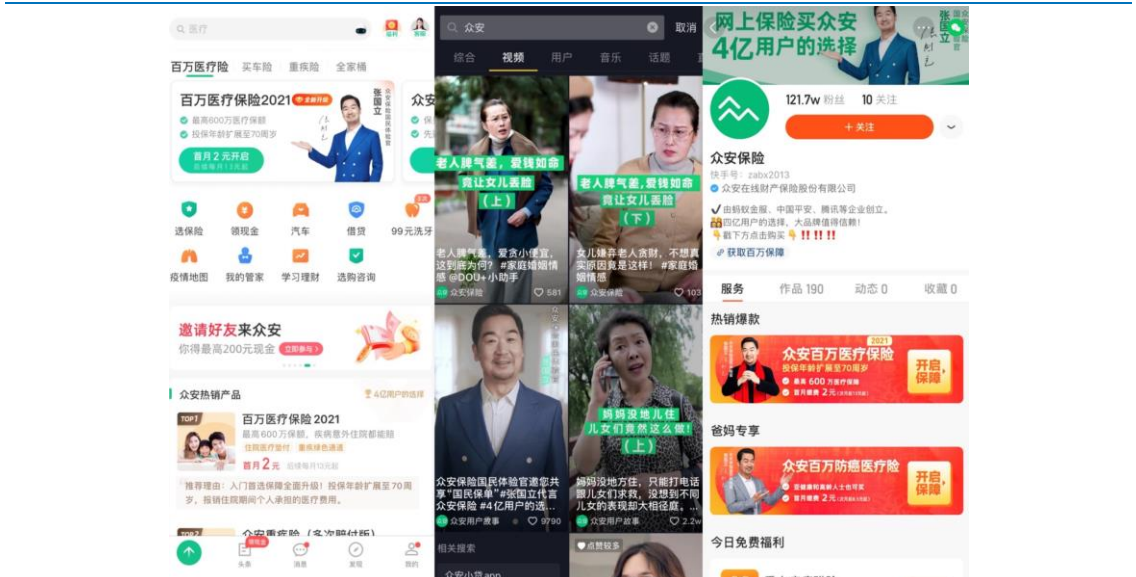
图 18：从健康险到构建完整的健康生态，从低频健康险到高频健康管理



资料来源：公司公告，华金证券研究所

尊享系列产品主要通过支付宝平台和自有平台进行销售。自有平台（包括 APP、小程序、官网等）通过原创的传播内容，在新场景中（比如抖音、快手等，按投放效果付费）持续进行市场教育去激发用户的保险意识，并实现客户在自有平台的销售转换。公司自 2019 年下半年开始大量投入费用建设自有平台，H120 尊享系列在自有平台的总保费是 H119 的 7.4 倍，尊享系列保费来自于自有平台的比例大幅提升，2018 年还仅为 8%，2020 年上半年贡献比已达 34%。加强自有平台建设有助于提升品牌知名度，交叉销售其他产品，同时降低渠道费用率。

图 19：众安在自营 APP、抖音和快手持续进行市场教育去实现销售转化



资料来源：众安自营 APP，抖音，快手，华金证券研究所

尊享系列所处的短期健康险产品竞争激烈,该类产品的条款标准化,投保理赔流程简化,故产品同质化较强。产品的同质化使得保险公司与第三方平台的合作处于弱势,必须为场景导流支付更高的费用。支付宝的蚂蚁保险平台主推好医保·长期医疗且将其放在最靠前最显眼的位置,而排在下方的真爱长期医疗险、e生保保证续保新版和超越保长期医疗险跟好医保·长期医疗相比,同样是6年保证续保,部分产品附加免赔额逐年递减的安排,但是销量远不及好医保·长期医疗,第三方平台的引流对百万医疗险销量的影响不容小觑。

图 20: 第三方平台的引流对百万医疗险销量的影响不容小觑



资料来源: 支付宝, 华金证券研究所

表 2: 主要第三方平台的 1 年期报销型医疗险产品

名称	微医保·百万险	好医保·长期医疗	平安 e 生保	尊享 e 生 19 版
机构	泰康在线	人保健康	平安健康	众安在线
销售平台	微保	蚂蚁保险	蚂蚁保险	蚂蚁保险
特定疾病医疗保险金	600 万/年	400 万/年	200 万/年	300 万/年
一般疾病及意外医疗保险金	300 万/年	200 万/年	200 万/年	300 万/年
免赔额	重疾 0 免赔, 一般医疗 1 万元/年	重疾 0 免赔, 其他 6 年共享 1 万元/年	1 万/年	重疾 0 免赔, 一般医疗 1 万元/年
赔付比例	100% (有社保投保但未经社保结算的 60%, 质子重离子 60%)	100% (有社保投保但未经社保结算的 60%, 质子重离子 100%)	100% (有社保投保但未经社保结算的 60%)	100% (有社保投保但未经社保结算的 60%)

续保条件	若不停售可续保至 100 岁，理赔及患病后仍可续保、免健康告知/等待期，不因理赔或健康状况变化而单独调整个人保费	保证续保 6 年，可续保至 100 岁，免健康告知、免等待期，不因理赔或健康状况变化而单独调整个人保费	若不停售可续保至 100 岁，不因健康状况变化拒绝续保	不停售时可续保至 105 岁，不因历史理赔情况或健康状况变化拒绝续保，也不会单独调整个人续保费率
保障范围	住院医疗、门诊手术医疗、特殊门诊医疗、住院前 7 后 30 天急诊医疗	特殊门诊、门诊手术、住院相关的手术费和药品费、住院前 7 天后 30 天门诊	住院医疗保险金、住院前后 30 天门诊、指定门诊医疗保险金、质子重离子保险金需另外加	住院医疗保险金、特殊门诊、门诊手术、住院前 7 天后 30 天门诊
有社保，按年缴费、首年保费	30 岁：¥276 55 岁：¥1062 60 岁：¥1422	30 岁：¥259 55 岁：¥1149 60 岁：¥1568	30 岁：¥333 55 岁：¥1230 60 岁：¥1577	30 岁：¥286 55 岁：¥1066 60 岁：¥1426

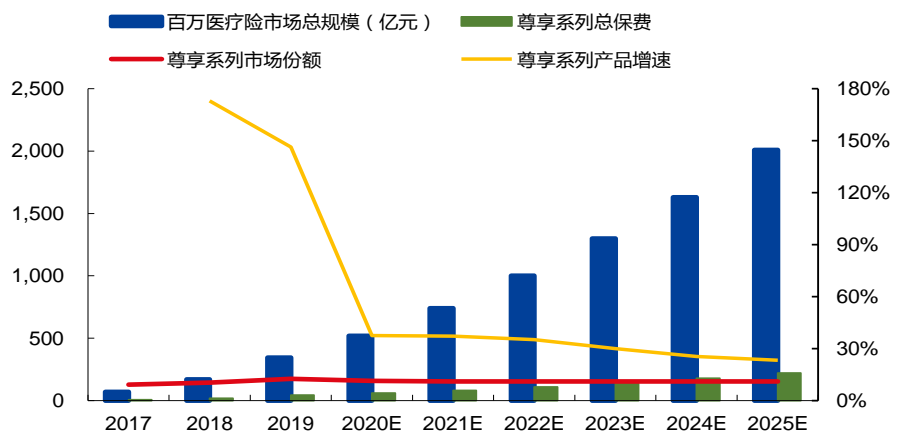
资料来源：蚂蚁保险，微保，华金证券研究所

公司成立互联网医院和暖哇科技打造健康生态闭环，提供差异化服务，增强竞争壁垒。同时科技赋能保险主业，降本增效，提升盈利能力。从健康险走向健康生态，是进行保险差异化经营的最优道路。头部险企也在努力打造健康生态闭环：

- 1) 太保安联在尝试与医疗机构进行深入合作，保险产品叠加健康管理，对医保、商保和个人支付进行有机融合；
- 2) 泰康在线借助泰康集团在医养板块的广泛布局，蓄势保险+服务，打通内外部资源，跨界搭建医养服务闭环；
- 3) 太平财险与融科互联网医院、金桔保险合作，打造互联网“医+药+险”的服务闭环。

健康险蛋糕做大下，尊享系列产品未来的发展空间仍然广阔。尊享系列的客群年龄平均在 35 岁，这一群体相对年轻，出现赔付几率相对小，是所有健康险险种目标客群中的优质群体，未来发展稳定。据艾瑞咨询报告，2019 年百万医疗险市场份额为 345 亿元，同比增长 146%，2020 年达到 520 亿元的规模，尊享系列产品 2017-2019 所占的份额为 9%、10%和 12%，平均为 11%。百万医疗险市场结构走向趋于成熟稳定，假设尊享系列未来稳定占据 11%的份额，保费增速在 2020-2023 年分别为 30%/45%/35%/30%。

图 21：尊享系列产品未来发展空间（亿元）

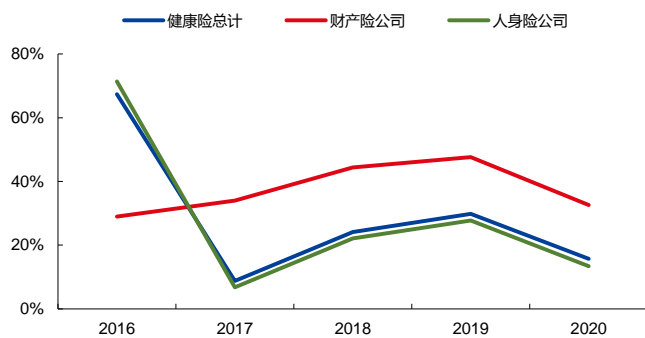


资料来源：艾瑞咨询，华金证券研究所

预计公司健康生态业务 2021-2023 年以 35% 的 CAGR 进行增长。基于以下几点原因：

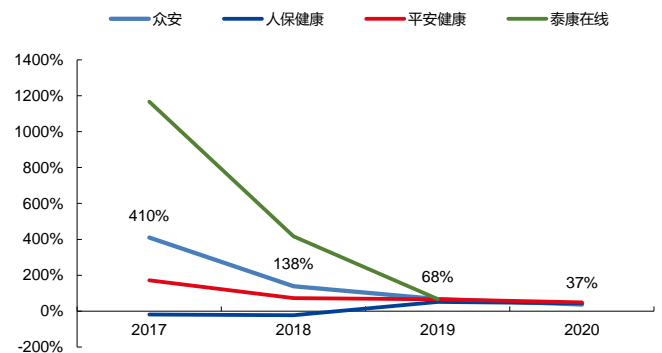
- 1) 财险公司的健康险保费增速比较平稳，居于总体健康险和寿险健康险增速波幅的中间位置，同比增速在 40% 左右波动；
- 2) 银保监会提出力争到 2025 年，商业健康险的市场规模要达到 2 万亿元的规划，2020 年健康险保费规模 8173 亿元，若要达到 5 年后的 2 万亿元规模，则年复合增速需达到 20%，医疗险增速要快于整体健康险增速；
- 3) 艾瑞咨询的《2021 年中国百万医疗险行业发展白皮书》中预计未来三年百万医疗险市场增速分别为 42.3%、35.1%、30%，CAGR 达 35.7%；
- 4) 众安健康生态的重要竞争对手人保健康和平安健康在医疗险领域近两年维持近 50% 的增速，专业互联网保险公司泰康在线的意外与健康险发展势头也较猛，明显高于传统险企的增速；
- 5) 结合前文描述和测算，尊享系列产品的 CAGR 在 2020-2023 年为 35%。

图 22：健康险保费收入同比增速



资料来源：wind，华金证券研究所

图 23：各险企的医疗险保费收入增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

健康生态战略清晰，经营逻辑顺畅，主要有以下几点：

1) 以简单产品为切入点，逐步引向高端产品。百万医疗险市场已迈入成熟期，产品简单标准化，客群聚集在健康人群，市场竞争激烈。而针对非健康体、高净值人群的高端医疗险市场相对空白。高端产品分为针对次标体的和高净值人群的医疗险产品：针对次标体的医疗险要求保险公司积累患病人群的更多数据，对可能发生的赔付责任有精确的估计，精准定价。针对高净值人群的高端医疗险产品，公司需提供更多差异化的服务，比如互联网医院，医疗直付等建立健康生态闭环，逐步从低频健康险向高频健康管理过渡，提升用户体验，增强用户粘性，获得用户认可。公司的差异化竞争优势得以展现，公司即可有依据地提升保单均价，增加保单收入，降低对渠道的依赖，实现利润的增长。

2) 掌握用户关系，覆盖人群细分化，提供无缝的产品策略。据世卫的建议标准，中国居民符合健康定义的人群占比仅 15%，除去患病人群，约 70% 的人处于亚健康状态，这一比重仍处于上升趋势，此外，中国居民慢性病患病率也逐年升高，2018 年已达 23%，慢性病病例增速达

200%，随着亚健康人群、慢性病人群的逐渐增多，开发针对该类人群的差异化产品可避免投保人群被健康告知一刀切，即使患病也能投保。惠民保产品以地方政府为主导、与基础医保深度绑定可突破用户下沉极限，实现城镇居民高度渗透，产品走薄利多销的盈利模式。公司以中端百万医疗险产品为基础，向上向下分别拓展不同市场，覆盖更广泛的人群，支持未来更全面的发展。

3) **科技赋能保险产业，降本增效。**暖哇科技实现数据直连，信息交互，与互联网医院和保险产品形成健康生态闭环，打造众安差异化发展优势，提升服务质量，增加用户重复购买率和用户粘性。积累更多用户数据以便持续地迭代系统模型，优化营销、风控和运营各环节，降低成本。优异的科技能力支持创新保险产品的快速上线，拓展经营面，推动保险主业的发展。

4) **多渠道获客同时大力发展自有平台。**公司现主要推广产品尊享系列产品同质化严重，需倚仗流量平台获客，这使得所支付的渠道费用偏高，产品难以盈利，这一问题需以大力发展自有平台解决，自有平台在初期投入营销费用之后，用户后期续保时所支付费用较少，长期以来成本下降，所以公司发展需先以流量平台获客，先把市场份额做大，同时提供差异化产品，提升品牌知名度，然后将用户逐步引向自有平台，提升自有平台服务，增强用户粘性，降低用户流失率，实现自有平台养客。

5) 尊享系列为一年期保障产品，来年能否续保是投保人较为担忧的。保证续保的百万医疗险产品由人保健康较早推出，上市以来销量高速增长，目前已被纳入长期医疗险范畴。“保证续保”是该类产品最大的优势，其解决了很多比如高龄人群，随着年龄上涨疾病发生概率增大而无法续保的担忧。但不容忽视的是，长期医疗险责任设置骨感且不灵活，存在着“死亡螺旋”⁴和“逆向选择”的风险，目前监管也只是放开头部险企推出长期医疗险产品，短期来看去一年期百万医疗险的冲击不大。

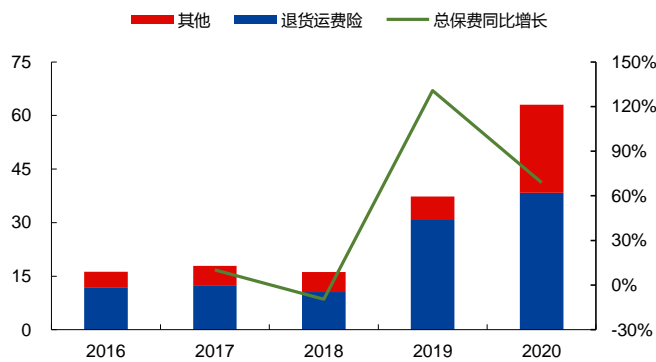
2、数字生活生态：创新型产品推动业务增长

公司生活消费生态主要提供网购退货运费险和产品质量险等产品，合作方包括淘宝和天猫。2020年上半年新增海外无忧退，以解决阿里的海外用户退货难的问题。此外，公司持续与蚂蚁集团探索宠物险的潜力机会，去覆盖用户更多的需求，宠物险或可成为生活消费生态未来潜在增长点。围绕着互联网场景，多元化产品矩阵不断迭代，2020年数字生活生态人均保费同比提升17.6%至12.7元。

生活消费生态2020年产生的总保费收入为62.99亿元，同比增长68.89%。相比于健康生态，生活消费生态的渠道费率更低，但赔付率更高，综合成本率亦更高。我们认为该生态退货运费险长期增长的主要驱动因素是天猫和淘宝的交易额增长以及众安在淘宝/天猫平台上的市场份额，细分场景下的创新性产品或拔高该生态的增长速度。

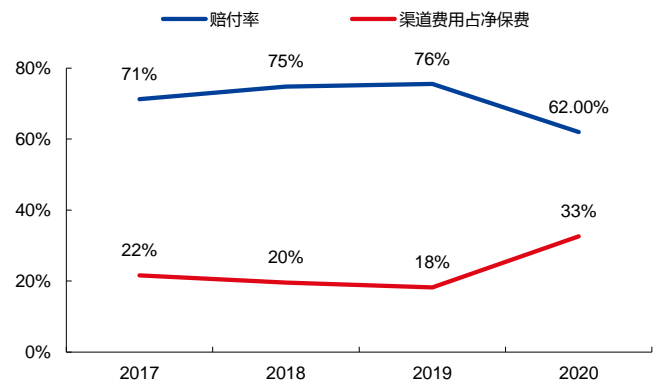
⁴出险的客户不会离开而健康不出险客户离开，赔付成本上升。

图 24：生活消费生态总保费收入⁵（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

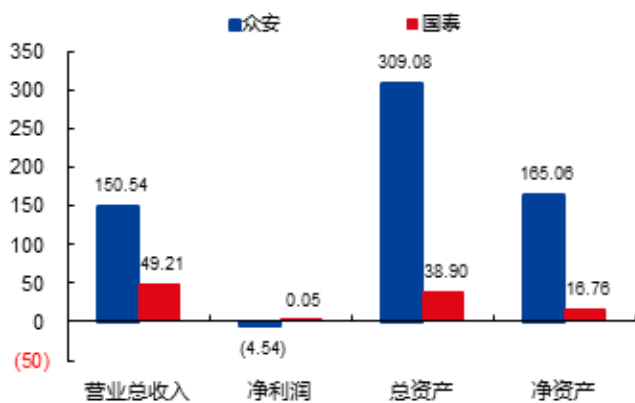
图 25：生活消费生态费率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

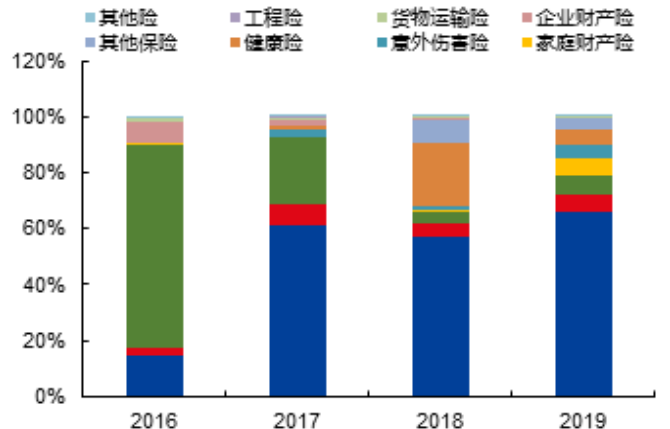
国泰主要险种与众安生活消费生态险种重合度高，公平竞争蚂蚁资源支持。2016 年 7 月，蚂蚁集团战略投资了另一家财产保险公司——国泰财险，持有其 51% 股份。关于国泰是否会挤占公司在蚂蚁获得的资源和支持，一度引发市场担忧。国泰在 2019 年的营收仅为众安的三分之一⁶，净资产仅为众安的十分之一，规模远远小于众安。根据蚂蚁招股书，截至 2020 年 6 月底 12 个月期间，国泰贡献了保险科技平台中 9% 的保费。目前还没有到存量市场厮杀的局面，蚂蚁的保险科技平台仍需各方去挖掘市场潜力，我们认为国泰不会冲击对蚂蚁集团对公司的支持。

图 26：2019 年众安与国泰各项指标的比较（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 27：国泰产险险种结构



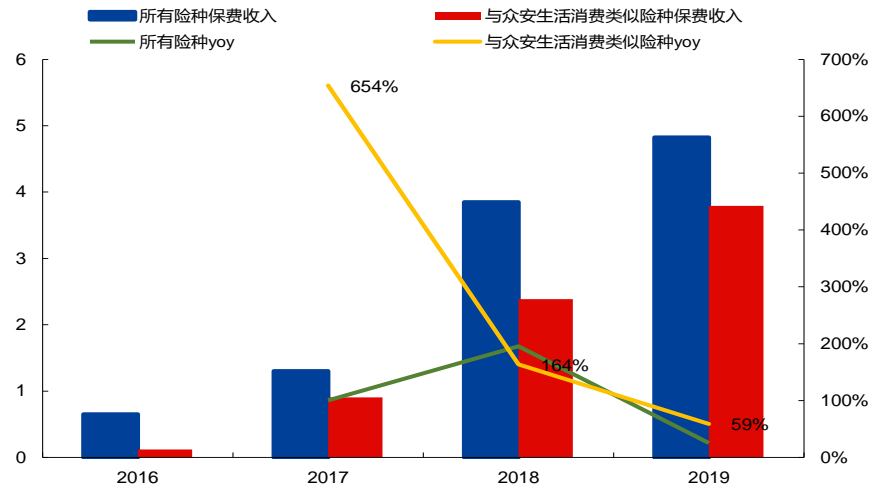
资料来源：公司公告，华金证券研究所

参考国泰保费收入增速，展望众安生活消费生态前景。根据国泰财险官网披露的合作第三方网络平台产品详情，国泰与蚂蚁集团及其关联方主要在意外险、财产险、信用保证险、责任险和健康险领域合作。而自蚂蚁入股国泰以来，责任险和保证保险逐渐成为国泰营收最大的两个险种，国泰与蚂蚁集团在责任险与保证保险里合作密切，这两个险种与众安在生活消费生态的险种重合度高，我们将国泰与公司险种重合度高险种的保费收入增速，拿来作为公司在生活消费生态的保费收入增速的参考。

⁵ 2020 年航旅业务纳入，以前年度未做同口径处理，也因此导致板块费用率上升明显

⁶ 国泰尚未披露年报，以保费计，2020 年度国泰保费收入为众安的 36%

图 28: 国泰保费增速高 (亿元)



资料来源: 国泰财险官网, 华金证券研究所

国泰与众安类似险种在 2017 年至 2019 年以来保费高速增长, 同比增速分别为 654%、164% 和 59%。结合众安生活消费生态过往保费收入的增速水平, 同时考虑到航旅业务纳入数字生活且处于收缩状态, 我们假设众安的生活消费生态在 2021-2023 年总保费收入以 CAGR 为 25% 的速度增长, 是继健康生态外又一个增长引擎。

生活消费生态注重产品的创新能力, 产品需嵌入具体的互联网场景。未来需更好地利用股东及合作伙伴资源, 探索更多的场景, 吸引更多的用户流量, 提升产品创新能力。潜在增长点宠物险或可推动该生态业务增长。我国最早的宠物医疗保险是由人保在 2014 年推出的, 从这之后, 行业内也涌入很多玩家, 比如人寿财险、人保财险和平安等, 但这一领域骗保问题严重, 道德风险无法解决, 导致保险性价比不高, 解决这一问题的核心是风控, 保险公司要想突围, 必须从风控端开始。众安重视科技投入, 与以技术见长的蚂蚁集团长期合作⁷, 积累了较多数据优化风控模型, 有望成为宠物险发展的助推力。

美国宠物保险市场与中国宠物保险市场存在相似的市场特征, 即庞大的养宠数量与较低的渗透率。据北美宠物健康险协会数据显示, 美国宠物保险渗透率跟中国相近约为 1~2%, 而美国宠物保险市场目前已经出现相对成熟的产品及服务, 宠物医疗保险行业收入在 2015-2019 的 CAGR 为 22.25%, 发展较为稳定, 对中国宠物险市场的发展有借鉴意义。保险科技公司 Trupanion 占据了 29% 的美国宠物保险市场, 该公司的高会员留存率和商业模式值得借鉴。Trupanion 专注于宠物保险, 有以下几方面经营特点:

1) 直接向投保人的兽医支付账单, 理赔更加高效。

2) 完善的宠物数据库利于公司运营发展。Trupanion 的保险定价基于多名精算师建立的分析模型而来, 分析模型基于公司收集的 20 多年宠物数据定制, 大量数据可帮助公司精准定价和营销、开发个性化产品、提高理赔准确性和及时性、优化风控模型等。

3) 区域合作销售模式。Trupanion 主要与兽医建立长期合作关系, 并向兽医宣传公司产品差异性优势。依靠区域合作伙伴, 公司与超过 80 万兽医和约 9700 家兽医医院达成业务合作。

⁷ 目前双方在动物鼻纹鉴定方面已取得进展

公司新会员来源近 50% 来源于兽医推荐（27% 是公司用户订阅，17% 来源广告投放，7% 是朋友亲戚推荐）。

图 29：美国宠物医疗保险行业收入 2015-2019 CAGR 为 22.25%（亿美元）



资料来源：trupanion 年报，华金证券研究所

众安宠物保险仍处于起步状态，我们认为公司业务在一定程度上参考了 Trupanion 的经验。

- 1) 依托大数据、AI 面部识别等新兴技术发展，积累宠物数据。
- 2) 打通与宠物医院的数据连接，实现宠物医疗账单直付（类似健康生态），提升服务质量。
- 3) 与兽医和已形成规模的连锁宠物医院建立良好的合作关系帮助获客。

3、消费金融生态：聚焦头部优质资产

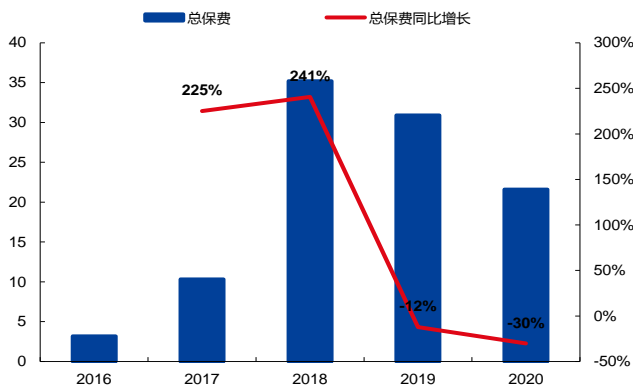
公司消费金融生态以行业领先的技术，大数据风控，结算等科技能力，为合作平台用户提供有增信的消费金融产品。增信资产聚焦于小额（不超过 6000 元）、短期（都在 1 年以内）、分散的互联网消费金融资产，根据底层资产的个体风险来确定保费费率，每笔借款都会进行实时的大数据风控并实时给出是否放款的结果。主要合作对象有各类互联网场景平台（翼支付，沃钱包，寺库等），和互联网金融平台（乐信，拍拍贷及小赢等），合作的资金方为持牌金融机构。

2020 年在疫情影响下，宏观经济增长大幅减速，居民偿债能力受到影响，消费金融生态或面临较大亏损。公司主动缩减该生态业务规模，与外部机构合作时提高了准入门槛以减低逾期风险，聚焦头部互联网金融平台，同时持续探索与互联网场景平台的业务合作，用以降低消金生态的风险。2020 年消费金融生态的总保费收入为 21.62 亿元，同比减少 30.06%，消费金融生态的赔付率比健康和生活消费生态的都高，渠道费率比两者都低。自 2020 年公司缩减消费金融业务规模以来，赔付率显著下降，综合成本率亦有明显下降。

消费金融生态的在贷余额自 2018 年起持续下降，2020 年同比下滑 37.11%，我们假设 2021 年降幅有所缓解，下滑幅度减缓为 -15%，2022-2023 年增速回升至 10%，与此同时，赔付率维持在 70%，渠道费占净保费维持在 10%。未来公司在该生态实现承保盈利的关键同样在于风控。公司拟通过与业务质量高的互联网金融平台合作、密切关注标的资产质量、利用大数据和人工智

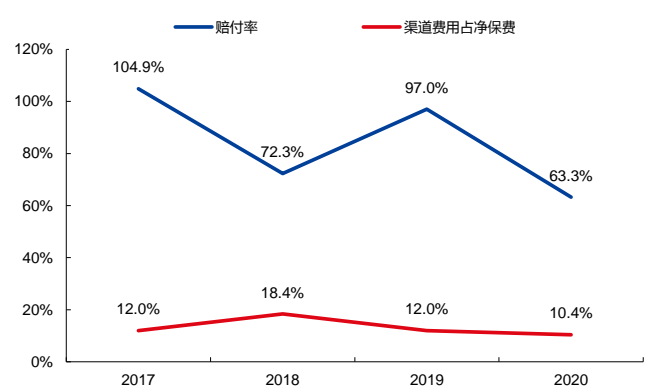
能实现精准定价，降低赔付率，从而优化整体综合成本率以实现盈利。同时，公司消金业务承保的贷款金额小、时间短、借款人分散，风险尚在可控范围内。

图 30: 消费金融生态总保费收入 (亿元)



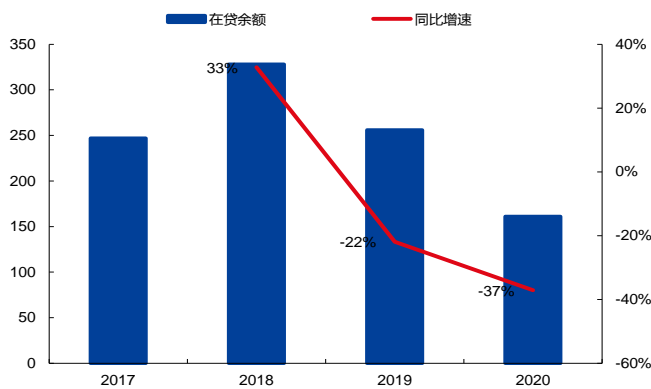
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 31: 消费金融生态费率



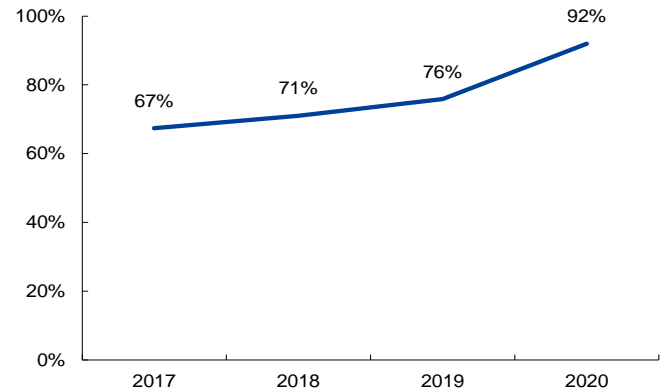
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 32: 消金生态在贷余额自 2018 年以来持续下降 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 33: 平安产险保证保险赔付率



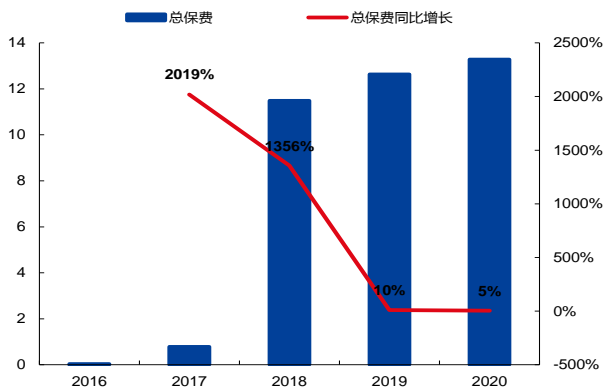
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

4、其他生态：保持稳定的发展速度

除健康、数字生活、消金外，其他业务包括汽车生态及其他。汽车生态主要与平安产险进行合作，以共保的方式承保。车险业务通过与平安财险合作推出“保彘车险”，签证的共保协议的有效期至 2022 年 12 月 31 日，两者按 50:50 的比例分摊车险业务相关的保费、赔付及其他成本。平安发挥线下服务能力的优势，而众安利用技术优势通过瓜子二手车等线上平台以及修理店等后端市场服务渠道获客。2020 年公司汽车生态产生的总保费收入为 13.28 亿元，同比增长了 5.11%，汽车生态的赔付率和渠道费占净保费比自 2018 年以来在 50%和 25%左右波动，预计未来将继续保持。

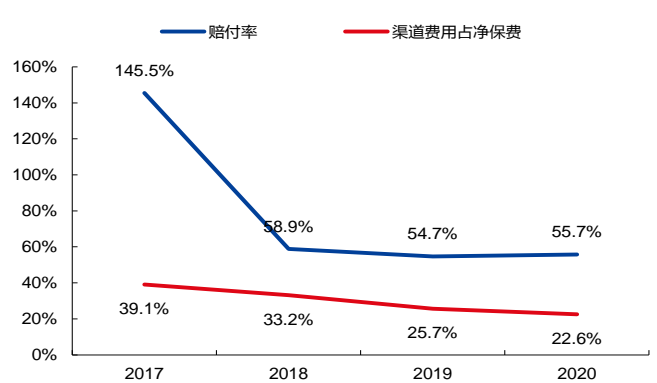
自 2016 年以来互联网车险增速负增长（除了 2018 年是正 20%），汽车销量 2020 年 1 月至 4 月（新冠疫情期）持续负增长，5 月份开始逐步回升，2021 年以来增速稳定在 13%左右。但因为商车费改政策的出台使得单均保费金额下降，保费收入下降的幅度大于新车销量的增速，基于上述考量，我们假设 2021-2023 年汽车生态的增速分别为 -15%/-10%/5%。

图 34：汽车生态总保费收入（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 35：汽车生态费率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

其他业务主要包括个人意外伤害险和雇主责任险。其中赔付率较高的雇主责任险业务规模已于 2019 年起大幅收缩，2020 年上半年赔付率显著改善。个人意外伤害险和雇主责任险业务在公司整体占比较小。

（二）科技业务板块

1、科技赋能——降本增收效果显著

科技赋能保险业务，我们从科技增收和降本两个维度来分析。

科技增加保险业务收入。公司利用技术手段为保险各生态注入更多的科技能量，比如建立标签进行算法引导去精准营销从而增加用户的重复购买率；成立暖哇科技去连接各地医院和省市平台，使得健康生态能够理赔直付；成立互联网医院使得保险服务前置，为用户提供慢病管理、在线问诊和送药上门一站式服务。由此提升了旗下产品的差异化水平，而用户感受到了更多的增值服务和服务所带来的便利，故而愿意支付更高的保费。

1) 科技增强用户粘性及重复购买率。在精准营销方面，公司在自有平台中基于用户特征分类，沉淀超过 2000 个标签，并通过用户年龄、性别、家庭、已购产品等信息进行算法引导，2020 年自有平台加购率⁸达到约 16.6%；

2) 科技提升服务质量。在投保和理赔风控方面，公司建立的暖哇科技商保智能平台应用于健康生态，已连接超过 1000 家医院（覆盖 28 个省，二级和三级医院占比超过 80%）及 16 个省市的区域平台（已覆盖健康生态销量前十大省份中的 60%）。通过用户授权，实现医疗数据在线直连，在降低识别舞弊成本的同时，也让用户享受到快速理赔服务。对公司直连的医院，用户理赔时无须提供单据，仅需在 APP 中勾选所理赔的案例，即可完成理赔申请。暖哇科技打通平台数据对接，建设的智能核保及理赔模型和数据驱动的风控流程，为用户提供快速的投保及理赔体验，也为风控提供有效的技术赋能。同时公司于 2019 年 7 月建立了互联网医院，为用户提供在线问诊、电子处方、送药上门的一站式服务，足不出户就可完成简单病情的医疗服务，借此公司将逐步建立慢性管理体系，将保险服务前置，帮助用户更好地管理自己的健康情况。

⁸ 加购率=（自有平台投保人为自己投保其他众安保险产品+为家人投保众安产品）/自有平台投保人数

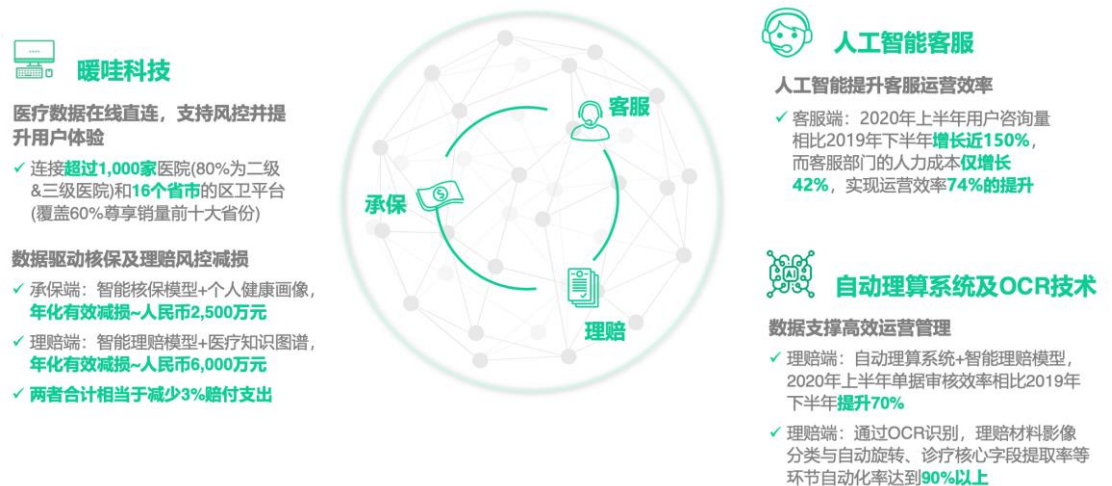
科技降低保险业务成本。2019 年公司承保和理赔自动化率分别达到 99%和 95%以上，健康险理赔理算自动化率达到 94%。大幅投入人力成本的客服、风控和运营环节正逐渐被基于大数据和人工智能的算法模型所取代。

1) 客服环节，随着尊享系列爆发式增长，H120 用户咨询量环比增长近 150%，而客服成本仅增长 42%，这归因于人工智能在线上客服和语音客服的应用。公司在线客服使用率已达到 85%以上，H120 智能客服机器人累计服务 235 万用户，而智能语音客服已覆盖 275 个业务场景，人工转接率下降 36%，有效分担了人工话务的咨询需求。这源于公司近 5 万条保险行业知识库的积累，以及保险意图识别模型对于用户保险需求达 96%的识别准确率。

2) 风控环节，通过数据驱动的核保及理赔风控模型，公司实现数字化的一站式风险管控：承保端通过智能核保模型及个人健康画像，对高风险投保申请进行识别，年化有效减损金额约人民币 2500 万元；理赔端通过智能理赔模型和医疗知识图谱，年化有效减损金额约人民币 6000 万元；两者合计相当于减少 3%的赔付支出。

3) 运营环节，依托数据支撑的自动理算系统和智能理赔模型，公司有效提升运营管理效率：结合被保人就诊信息、条款赔付责任、条款赔付标准，自动计算出赔付金额，大幅提高赔付效率。H120 理赔环节单据审核效率（单人日均理赔单据处理量）相比 2019 年下半年提升 70%。另外通过 OCR 识别，理赔材料影像分类与自动旋转，诊疗核心字段提取率等环节自动化率达到 90%以上。公司上线的车险视频理赔服务，出险后用户根据视频客服的指引对出险车辆拍摄视频，而后台利用 OCR 进行信息识别实现 AI 定损，服务上线后平均结案时间缩短为 11 分钟，60%以上的案件无需勘察人员到场，全流程人力成本更是节约近 37%。

图 36：人工智能与大数据驱动业务智能化运营，提升风控能力与运营效率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

自动化及智能化的业务流程，在业务高增长时发挥规模效应。公司持续提升各环节的自动化和智能化水平，并随着业务增长出现规模效应。保险核心系统——无界山 2.0 采取数据化业务中台的理念，可支持千亿级保费规模架构，优化了保单结构和流程，技术架构层面实现全部微服务化和容器化管理，从而快速支持业务突增时系统的自动扩容和敏捷迭代，提升运营能力。公司日常与 330 余个生态合作伙伴持续发布产品迭代更新，技术人员每日发布任务超过 200 个，由于

公司自行开发的快速保险产品定义工具及自动化测试模块使得它可以实现新产品在监管备案完成后，1~3天即完成上线。

公司跨生态的合作伙伴连接、大数据用户画像及风控，以及灵活反应、敏捷迭代的核心系统，能快速响应市场需求，与合作伙伴灵活对接，持续为用户提供定制化的保险保障产品，这些能力是公司在保险科技领域独特的竞争优势，也是未来实现业务增长的动力。

2、科技输出——业务增长有前景

公司科技业务在赋能保险业务的同时，还通过对外输出来变现。科技输出的收入模式包括了三种：授权费、技术服务费和 SAAS 模式（例如按照收入的一定比例或者使用量收费）。公司主要为客户提供保险系统产品，包括了核心业务生产系统，营销、风控、信息安全、系统运维等相关系统等。科技产品有 3 大系列，包括：

- 1) 业务生产：包含分布式核心系统（针对保险公司为 graphene 数字化核心系统，针对互联网平台为 fusion 数字化保险平台）和保险中台（本地版、SAAS 化版）等核心业务生产系列；
- 2) 业务增长：包含智能营销平台（X-Man）和用户增长平台（X-Magnet）；
- 3) 业务合规保障：包含可视化回溯系统、系统智能运维和信息安全产品。

图 37：科技输出产品体系



资料来源：公司公告，华金证券研究所

科技输出业务在国内主要是把每个模块做切分，企业可以先购买能够马上有输出的模块，等到规模增长之后再购买其他模块，收费方式主要为授权费和技术服务费这两种。国外的模式是首先打通当地的第一个旗舰伙伴，接下就顺势拓展。海外公司一般购买一整套系统，收费模式都包含了 SAAS，能够实现利益高度绑定，收入可持续性较强。

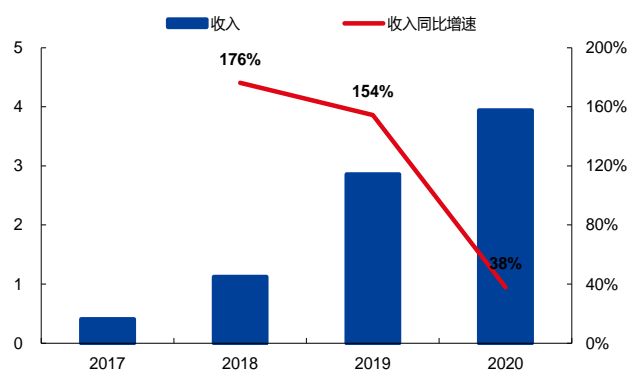
- 2018年9月帮助了 SOMPO（日本前三大财险公司之一）实现数字化转型，自此迈出了科技海外输出第一步，后续 NTUC Income（新加坡最大的综合保险机构）、Grab（东南亚领先的 O2O 平台）也接连成为了公司海外科技输出的重要客户。
- 与互联网平台 Grab 成立合资公司 GrabInsure，共同探索东南亚互联网保险分销业务，2019年4-12月，Grab 生态已累计出单逾 500 万张，2020年已累计出单超过 7000 万

张。2020年业务进一步拓展到了印尼，在印尼 Grab Express 上推出了货运快递类的按需型财产保障产品。

- 与 NTUC Income 达成战略合作，联合在新加坡推出按需型重疾险。公司为其提供核心系统和营销及风控模块。2020年通过 API 接口连接当地餐饮、公共交通、外卖等场景合作方。

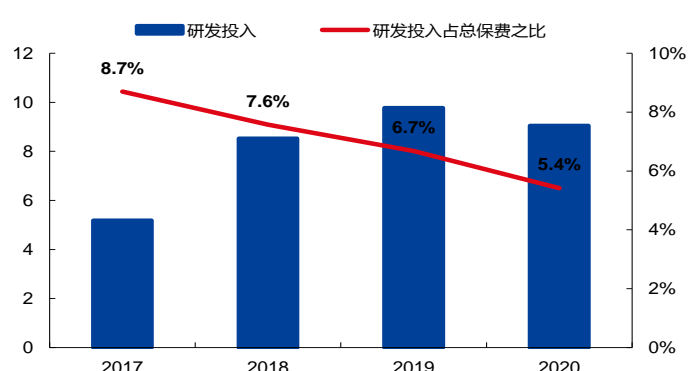
2020年公司科技业务实现分部收入 3.94 亿元，同比增长 37.83%，产生的亏损约 3.68 亿。签约 42 家保险产业链公司，包括 34 家为首次签约的新客户，且约 80% 的存续客户于当期进一步采购了更多的系统模块、或对原有模块进行升级。公司研发投入较高，2020 年研发投入为 9.05 亿元，占总保费的比例自 2017 年以来虽逐年减低（主要系总保费规模快速增长），但 2020 年仍达 5.4%。公司员工中大部分为工程技术人员，截至 2020 年末工程技术人员占总员工人数的 47%，员工的科技背景强，人才储备优势明显。

图 38：科技业务收入（亿元）



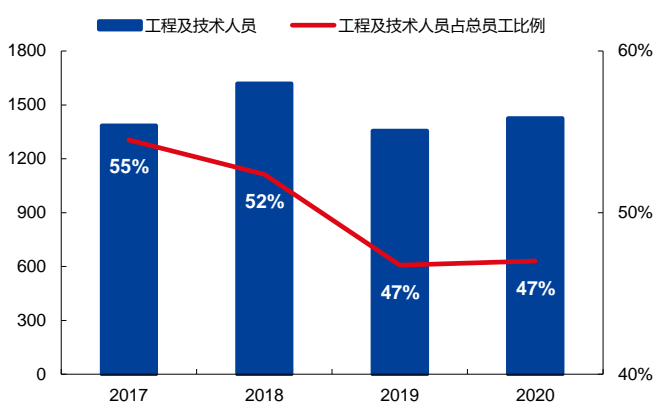
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 39：研发投入（亿元）



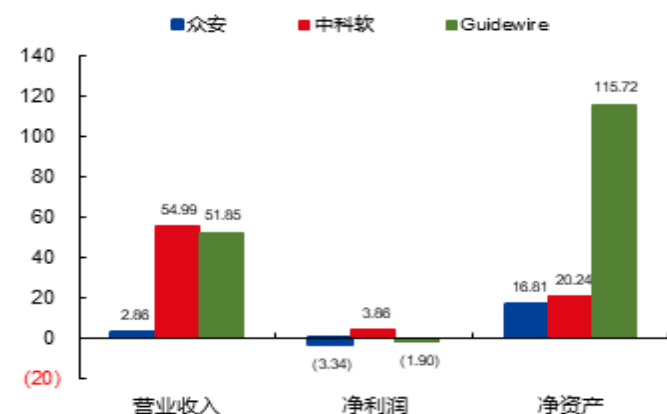
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 40：工程技术人员（人）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 41：众安与可比公司财务与经营指标比较



资料来源：公司公告，华金证券研究所（2019 年数据，RMB 亿元）

中科软是国内最早为保险行业开发核心业务处理系统的科技企业，它自主研发的核心产品之一的“保险核心业务处理系统”在国内市场的保险行业 IT 应用解决方案中排名第一；同时中科软近年来也在探索发展海外市场，已在日本、东南亚拥有成功案例。而 Guidewire 是全球财产保险行业的一家核心系统软件供应商。我们拿这两家企业与众安的科技业务分部做对比：

1) 公司科技分部收入规模较小。相较于中科软(约 55 亿)与 Guidewire (约 52 亿), 公司的科技分部收入较小, 还处于初期发展阶段。但公司的收入增速更高 (2019 年: 139.9% vs. 中科软 13.4%和 Guidewire 4.7%), 增长潜力大。

2) 公司科技业务处于成长期, 业务运营不久, 预计未来可实现盈利。2019 年, 中科软实现了盈利, 而公司和 Guidewire 均处于亏损状态, 公司前期在科技领域投入了大量的研发支出, 这是它亏损的主要原因, 预计未来可通过一定的科技研发投入实现较大的科技输出收入增长。

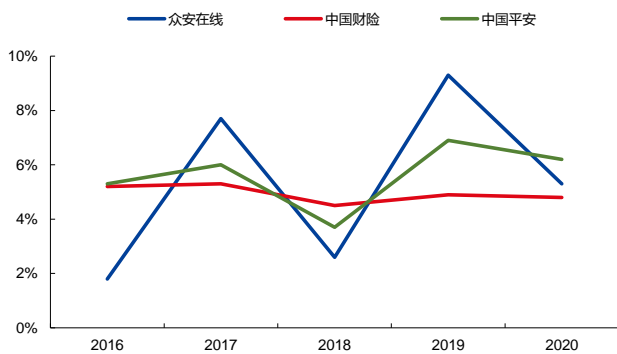
我们认为公司未来科技业务输出的增长动力来源于 1) 疫情影响, 用户对数字化保险的期望提升, 线上便捷的购买与比较激发了用户的需求, 保险公司需加大线上运营与布局以满足未来的发展。2) 监管提出 2022 年车险、农险、意外险、短期健康险、家财险等业务线上化率达 80% 以上。3) 根据瑞再企商保险公司研究, “一带一路”沿线国家保险保障缺口大且多数国家保险 IT 建设落后于中国, 保险 IT 建设需求大。公司在东南亚等国家的科技输出为其海外业务开拓了疆土, 扩大了公司的品牌影响力, 公司丰富的互联网保险科技系统和保险经验有望为其持续获得海外订单。

(三) 投资板块灵活性、波动性较大

公司投资业务主要委托平安资管、泰康资管、太平资管等大型险企进行管理。2020 年末投资资产规模为 323.58 亿元, 现金类、股票及投资基金、固定收益类投资及其他投资(理财产品及信托)占比分别为 26%、18.2%、40.4%、及 15.4%。

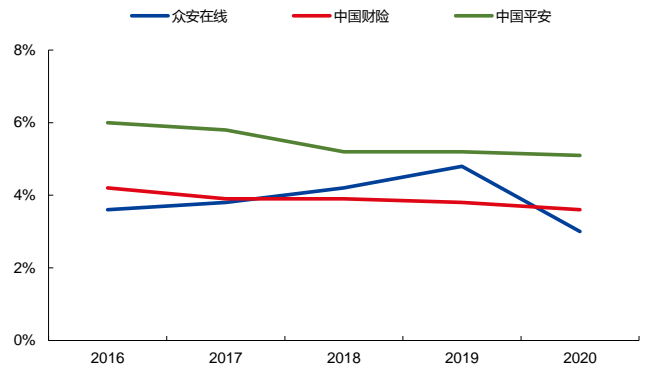
2020 年公司总/净投资收益率分别为 5.3%和 3.0%, 总投资收益率波动较大, 主要系权益类资产占比较高。由于公司利润积累不足并只经营短期险, 负债久期较短、沉淀资金不足, 投资资产结构、收益率表现与中国财险等老牌保险公司不同, 灵活性、波动性也相对较大。

图 42: 总投资收益率比较



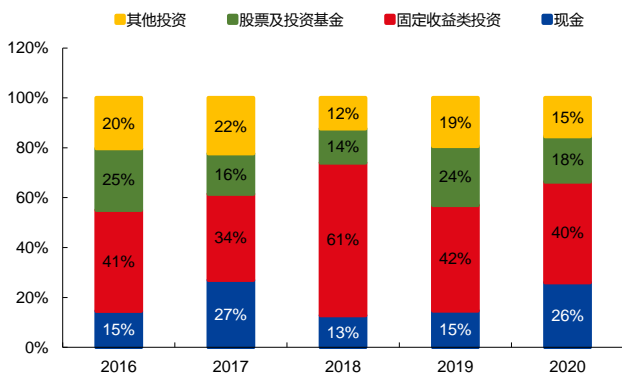
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 43: 净投资收益率比较



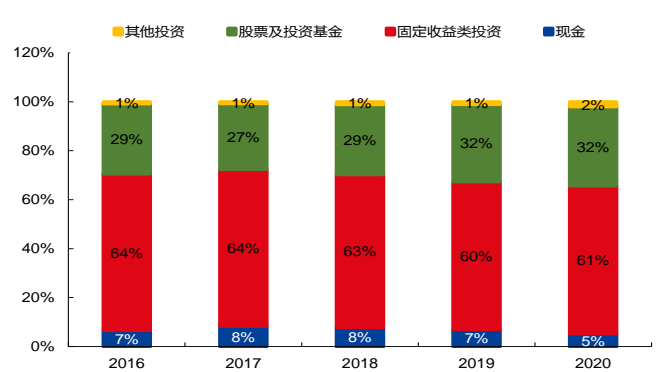
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 44：众安的投资资产结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 45：中国财险的投资资产结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）其他业务板块：欣欣向好

公司其他业务主要包含了香港运营的虚拟银行（ZA Bank）和众安人寿等，长期来看，未来有望形成多业务协同发展。

- ZA Bank 于 2020 年 3 月 24 日成立，是香港的第一家虚拟银行。截至 2020 年末，ZA Bank 已吸收个人存款逾 60 亿港币、用户数超 22 万。ZA Bank 提供 7*24 的全天候银行服务，前中后部分流程智能化，不设立线下分行，纯粹的线上经营，故经营成本较低。ZA Bank 处于经营早期，净亏损源于业务与管理费支出，2020 年虚拟银行业务亏损约 3.02 亿元。
- 2020 年 5 月 18 日，众安成立香港数码保险“众安人寿”，为香港第四家虚拟保险公司。跟 ZA Bank 类似，众安人寿也提供 7*24 的服务，纯线上运营，已推出“人寿保，癌症保、心中保及个人意外保”4 款保障型产品。2020 年新增保单按月计增长超 35%，人均投保额高于 180 万港币，协助香港监管机构实践金融普惠的理念。

图 46：众安在香港成立的虚拟银行和人寿公司



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（五）保持核心竞争力，与大型险企错位竞争

我们在此分析美国保险科技公司 Lemonade，以期对众安未来展望得到启发。

Lemonade 于 2015 年由 Daniel Schreiber 和 Shai Winger 创立，主要产品是面向房客和房主的房屋和财产保险，2020 年 2 月新推出宠物健康险，接着推出定期寿险，未来计划推出车险等产品。Lemonade 依靠纯线上的模式获客、投保和理赔，用机器人和机器学习取代保险经纪和代理人，保费较为低廉。Lemonade 保费收入由 2017 年 9 百万美元，猛增至 2019 年 1.16 亿美元，2020 年更是达到 2.14 亿美元（yoy+84.48%）。

Lemonade 的高增长源于公司独特的商业模式与经营理念：1) 高比例再保险+固定费率缓解投保人利益冲突。Lemonade 将 75% 的保费分出再保险公司，再保险公司支付 18.75%（75%*25%）给 Lemonade 作为佣金，剩下 56.25%（75%*75%）用于覆盖 75% 的理赔。而另外 25% 的保费作为公司留存收入，用于赔付其他部分保险和费用开销，再有剩余作为捐赠转移给慈善机构（捐赠这一行为是基于行为经济学的考虑，用以降低用户欺诈风险和减少赔付）。2) 纯线上运营，保险科技赋能降本增效。Lemonade 没有代理人，省去代理人成本，运用科技手段重塑保险业务流程，降低人力成本，用户 90 秒内可完成投保，3 分钟内可完成理赔，为用户提供流畅即时的保险体验。3) 透明化+行为经济，赢得投保人情感认同。Lemonade 运营公开透明，拉近与投保人之间的距离，用户可了解每一笔保费的用途，赢得了年轻用户群体的良好口碑。此外，公司与用户一同参与到慈善捐赠计划中，不仅可降低用户骗保概率，而且塑造了公司的正面形象，赢得用户认同。

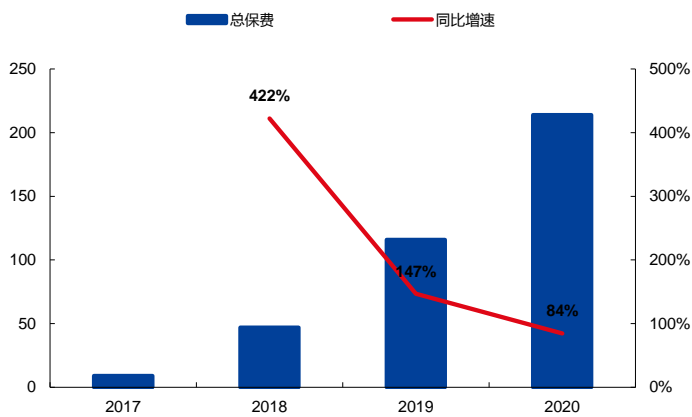
Lemonade 目前还未盈利，主要由于公司在初期发展阶段，在营销获客上投入较大（形成规模和积累用户口碑后将逐步降低），赔付费用较高（累积更多用户数据和优化风控模型后将得以减少）。Lemonade 先通过低价的房客保单获取大量新增用户，提升用户体验，并逐步切入高价的房主保单，公司的客均保单已由 2018 年的 131 美元增至 2020 年的 183 美元。截至 2017 年年底，其赔付率是 161%，赔付率高的一个重要原因是 Lemonade 的用户经验太少，无法充分训练算法，而到 2020 年，积累了更多的用户数据后，它的赔付率降到 71%。公司创始人 Schreiber 预测，这一数字将继续下跌。公司的用户口碑积累和规模优势将让其他保险科技新秀难以超越。

虽然业务覆盖范围和重心有所区别，但整体上 Lemonade 与众安相似，都是保险科技公司，省去传统保险的代理人环节，科技赋能保险，在线智能客服替代人工客服，自行研发系统，靠口碑和线上进行推广。较之众安，Lemonade 基于行为经济学原理设计了捐赠，在投保时用户需选择捐赠团体，Lemonade 将选择相同团体用户分为一组，赔付率过高的组将无法进行捐赠。利用群组心理效应给用户强烈暗示，我们都是“好人”（慈善捐款），不做“坏事”（虚报保额），从而达到减少欺诈和降低赔付率的目的。未来众安或可在捐赠或者引导用户正面行为发展上深入研究。

另外，Lemonade 先通过低价保单获客并逐步切入高价保单与众安的发展思路不谋而合，比如先用低价的百万医疗险在支付宝这种大流量平台上获客，打响自己的品牌，然后逐步将用户引流到高端保险比如慢性病人群专享保险或者其他高附加价值的保险产品。最后 Lemonade 展现了积累更多的数据充分训练算法之后赔付率可逐步下降的趋势，对于众安来说，先发优势使得众

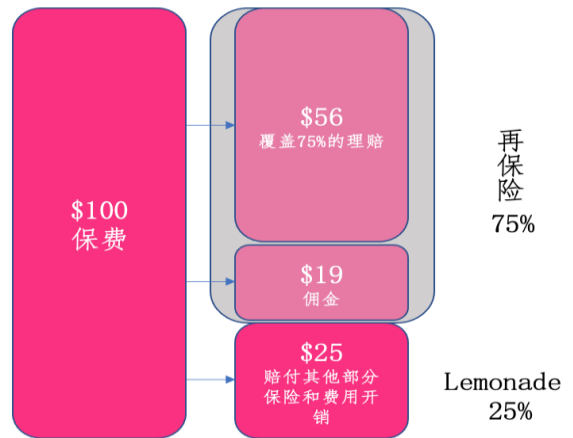
安较早了获取了用户大量数据, 不断进行研发投入提升了科技能力, 未来赔付成本有下降的空间, 前期积累的口碑和经验将构建其竞争壁垒。

图 47: Lemonade 总保费收入增速较快 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 48: Lemonade 总保费切割模式



资料来源: lemonade app, 华金证券研究所

图 49: Lemonade 一处纽约公寓相同保险责任和保额的月付保费对比

公司	月付保费 (美元)	起保日期	免赔额 (美元)	个人财产保障 (Coverage C)	使用损失 (Coverage D)	个人责任险 (Coverage E)	医疗费用 (Coverage F)
Lemonade	\$9.25	7/1	\$250	\$20,000	\$4,000	\$100,000	\$1,000
GEICO	\$20.50	07/19/2020	-	\$20,000	\$4,000	\$100,000	\$1,000

资料来源: lemonade app, 华金证券研究所

众安的核心竞争力——互联网非车险业务的先发优势、优异的产品创新能力、与股东及生态圈合作伙伴的紧密联系。公司在互联网非车险业务的先发优势使其较早布局各保险产业链, 积累了用户数据和科技能力。优异的产品创新能力是任何互联网企业长足发展的源动力, 公司能够快速推出新产品以满足用户的需求 (比如与阿里推出宠物医疗险), 同时对现有产品持续进行

更新迭代(尊享系列已经进行了 19 次迭代)。持续的产品创新能力能够使企业探索更大的业务空间用以发展。在前文我们了解到互联网非车业务的渠道非常依赖于第三方网络平台,而公司保险业务大部分来自于支付宝等平台,自有平台还在建设过程中,故而未来公司需进一步加强与股东及生态圈合作平台的联系,在各第三方网络平台上持续探索不同场景下可创新的保险产品,将产品嵌入具体场景,与股东及生态圈合作伙伴共同完善业务生态圈。

与传统大型险企错位竞争。传统保险企业的产品大而全,加上代理人渠道优势,保险服务高端复杂。但很多细分场景下的保障需求没有覆盖到,而互联网保险公司正可利用自己积累的线上海量数据和科技能力,在不同细分场景下探索新的业务发展机遇,设计条款极简化,场景碎片化(如退货运费险和账户安全险等)的产品,提供差异化个性化产品以满足不同人群的保障需求,采用更灵活的投保模式,降低用户的准入门槛,触达下沉市场,实现普惠保险。利用互联网大数据、人工智能、区块链等新兴科技手段,自动化完成对用户的数据采集,风险定价、智能核保、智能客服等投保流程的必要环节,实现精准定价策略,将成本降至合理水平,扩展传统保险业务边界,与传统大型险企进行错位竞争。我们认为众安在 2016 年推出百万医疗险,正是在那个时点找到了与传统大型险企错位竞争的领域。百万医疗险的成功,也是众安超越同期成立的另外三家互联网保险公司的原因。

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

保险业务板块，我们在第三部分业务分析中基于公司保险各生态的历史情况、可比同业的业务情况和市场状态作出了如下假设：

表 3：2021-2023 年保险业务指标预测值

生态	2021-2023 年 CAGR	2021-2023 年赔付率	2021-2023 年渠道费占净保费
健康	35%	42%/43%/44%	29%/27%/25%
数字生活	25%	60%/62%/64%	30%/25%/20%
消费金融	1%	70%	10%
汽车	-2%	50%	25%
其他	5%	70%	25%

资料来源：华金证券研究所

我们假设 2021-2023 年公司保险业务的综合成本率分别为 105%/103%/101%，预计实现已赚保费 193.20/239.02/293.76 亿元，占营收比维持在 90%左右。

表 4：利润表预测（单位：亿元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	151.24	184.93	215.29	263.40	321.08
已赚保费	128.01	162.15	193.20	239.03	293.76
投资收益	19.46	15.02	13.55	14.98	16.99
营业总支出	156.91	183.13	213.41	260.76	317.85
已产生赔款净额	86.25	87.74	103.77	129.16	161.02
手续费及佣金支出	9.10	14.07	15.43	17.61	19.21
业务管理费	54.17	71.68	81.81	100.09	122.01
归母净利润	-4.54	5.54	5.92	7.96	10.16

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）估值分析与投资建议

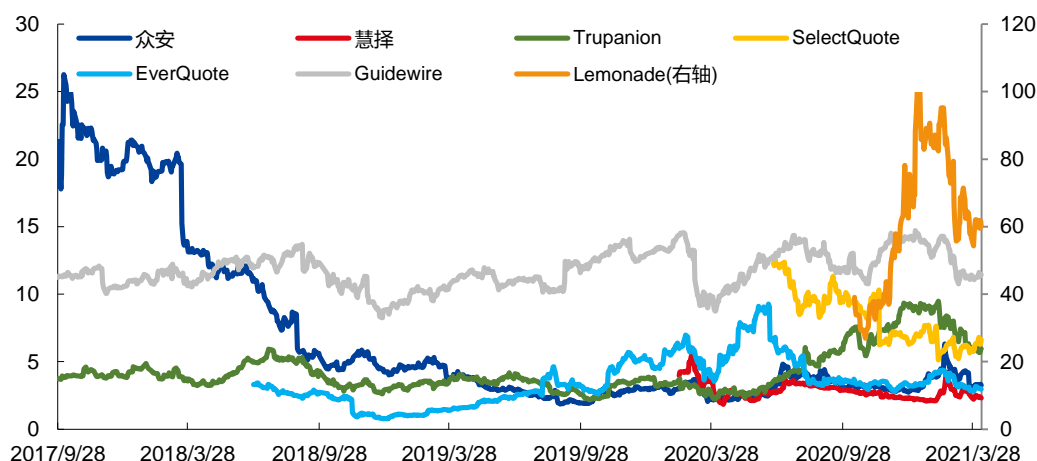
传统财产险企一般采用 P/B 估值法，我们认为众安并不完全适用，主要原因在于：

1) 公司具有一定互联网科技基因，商业模式及成长性较传统保险企业存在差异。

2) 公司没有线下分支机构及网点，资产相较于传统险企更轻。公司目前处于成长阶段，并未达到成熟期。考虑潜在的高增长，我们认为对公司的短期盈利可给予一定的容忍度，采用 P/S 估值法推导公司合理估值。

从公司历史 P/S 走势来看，2017 年 9 月上市之初估值较高，后持续下跌，自 2018 年 10 月以后 P/S 估值趋于平稳，2018 年 10 月至今的 P/S 平均值为 3.41X。

图 50: 众安与可比公司 P/S 走势图



资料来源: wind, 华金证券研究所

可比公司——Guidewire、Lemonade、Trupanion、慧择等，因业务特征不同，P/S 估值差异较大。保险销售公司慧择已降至 3.0x 以下、EverQuote 处于 3.00x 左右、SelectQuote 6.64x，其他如宠物保险公司 Trupanion 近一年 P/S 6.06x(最新 5.95x)，保险核心软件供应商 Guidewire 长期处于 10x 以上。主打以科技重建保险的 Lemonade 上市以来备受资本追捧，估值大幅超越其他公司，最近一年 PS 高达 61.92x(最新 60.17x)。考虑到这些公司估值差异过大，计算平均值可能形成误导；同时，美股估值处历史高位且已出现调整迹象，我们仅将这些可比公司估值列示作为备查，推导众安合理估值仅参考公司自身历史平均数据。

表 5: 主要保险科技企业、传统中国险企估值比较

公司名称	市值 (亿港元)	P/S	P/B	简介	上市时间
众安在线	709	3.25	3.80	中国领先的互联网财险科技公司	2017.9
慧择	33	2.30	5.98	中国互联网保险中介机构	2020.2
中国财险	1,550	0.32	0.70	中国传统财产保险公司	2003.11
中国平安 H	16,731	1.08	1.84	中国龙头综合保险企业	2004.6
中国太保 H	3,709	0.57	1.10	中国领先综合保险企业	2009.12
中国太平	550	0.20	0.61	中国大型保险企业	2000.6
中国传统险企平均		0.54	1.06		
Lemonade	442	60.17	10.50	美股上市保险科技公司	2020.7
Trupanion	232	5.95		美国宠物医疗保险提供商	2014.7
SelectQuote	399	6.64	8.09	美国综合性保险分销平台	2020.5
EverQuote	80	2.98	14.57	美国互联网保险比价平台	2018.6
美国保险科技类平均		18.93	11.05		
Guidewire	678	11.44	5.30	全球产险行业系统软件提供商	2012.1
中科软	195	2.91	8.26	中国保险行业系统软件提供商	2019.9
科技类平均		7.18	6.78		

资料来源: wind, 华金证券研究所 (注: 市值、估值使用 2021 年 4 月 9 日收盘价)

众安作为我国互联网保险科技的代表，具备一定先发优势，业务表现显著好于同期成立的安心、易安等互联网保险公司；目前在短期健康险领域，甚至具备了和平安、人保等传统大型保险公司一较高下的能力。受益于互联网保险市场扩张带来的高成长性，以及深耕保险+医疗紧密融合的赛道，公司盈利能力有望在未来步入佳境。同时参考公司历史 P/S，我们认为给予 **3.4x** 的目标 P/S 倍数是合理的。基于 **2021 年预期营业收入**，推导得出目标价 **59.22 港元**。

考虑到目前科技股估值承压，同时公司所处百万医疗赛道竞争仍十分激烈，综合成本率改善或低于市场预期，我们首次覆盖，给予增持-A 评级。

风险提示

➤ 行业风险

1) 宏观经济下行的风险。宏观经济下行会影响保险、科技和投资业务。保险业务受居民收入的影响。因保险产品非生活必需品而是风险对冲工具，居民可支配收入减少会导致在其保险的支出减少。同理，科技输出的对象是企业，经济下行企业没有多余资金购买系统产品，影响科技输出收入增速。经济下行影响长期利率，利率下降影响险资到期资产和新增资产的投资收益。三者共同影响收入增速；

2) 监管政策收紧的风险。监管对保险行业的影响很大，若监管对互联网保险业务发展作出限制，则互联网险企将遭受较大冲击，影响保费增速；

3) 股市大幅波动。因众安配置了约 20% 资金在股票与投资基金，股市大幅波动影响这类产品的投资收益；

4) 新冠疫情影响未得到有效控制。众安的保险生态如汽车、消费金融和航旅在新冠疫情期间遭受了较大冲击，我们预计在 2021 年新冠疫情会得到有效控制，若未达预期，则相关数据比如收入的估算偏高，公司的发展增速将低于预期。另一方面，新冠疫情未得到控制也会造成经济下行，经济下行的风险同样适用于此。

➤ 公司风险

1) 减少与蚂蚁集团等股东及生态圈其他合作伙伴的合作。众安的发展现阶段离不开股东和生态圈其他合作伙伴的合作，比如尊享系列产品，现阶段需利用支付宝平台流量获客，做大企业规模，而后引向自有平台，自有平台发展还未达到稳定，若减少与股东和生态圈其他合作伙伴的合作将影响业务的发展；

2) 保险业务各生态增速不及预期或赔付率激增。业务增速不及预期将影响收入，赔付率激增将影响成本，两者共同影响下利润减少影响公司运营。

3) 费用率未被降至合理水平。科技赋能降本增效，我们预计除渠道费率以外费用率逐年下降，若该费率未能降至合理水平，将影响公司利润；

4) 消费金融生态赔付率激增。众安消费金融赔付率与平安产险相比处于较低水平，若后期赔付率激增（像平安产险在 2020 年所发生的情况），则会较大影响公司利润率；

5) 科技输出不及预期。若科技输出增速降低，科技业务收入低于预期水平，公司收入低于预期，影响公司估值。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
已赚保费	12,801	16,215	19,320	23,903	29,376	货币资金	2,915	8,418	7,793	8,615	9,772
投资净收益	1,946	1,502	1,355	1,498	1,699	买入返售金融资产	160	93	779	861	977
营业收入	15,124	18,493	21,529	26,340	32,108	交易性金融资产	6,221	6,120	8,962	9,907	11,237
退保金						定期存款	300	330	390	431	489
赔付支出	8,625	8,774	10,377	12,916	16,102	可供出售金融资产	12,201	19,047	17,533	19,383	21,986
提取保险责任准备金						持有至到期投资		687	779	861	977
保户红利支出						长期股权投资	613	315	390	431	489
手续费及佣金支出	910	1,407	1,543	1,761	1,921	资产合计	30,908	45,673	48,401	53,507	60,693
业务及管理费	5,417	7,168	8,181	10,009	12,201	保险合同负债	7,543	8,547	9,402	9,872	10,366
营业支出	15,691	18,313	21,341	26,076	31,785	未到期责任准备金					
营业利润	(567)	180	188	264	323	未决赔款准备金					
税前利润	(611)	147	169	242	299	寿险责任准备金					
所得税	(28)	108	34	48	60	长期健康险责任准备金					
净利润	(639)	254	202	290	358	应付保单红利					
归属于母公司股东的净利润	(454)	554	592	796	1,016	负债合计	14,402	28,280	30,105	33,957	39,641
少数股东损益	(185)	(299)	(389)	(506)	(658)	股本	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470
险企财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	归属于母公司所有者权益合计	14,912	15,705	16,633	17,773	19,139
EPS(元)	(0.31)	0.38	0.40	0.54	0.69	少数股东权益	1,594	1,688	1,663	1,777	1,914
BVPS(元)	10.15	10.69	11.32	12.09	13.02	所有者权益合计	16,506	17,393	18,297	19,550	21,053
EVPS(元)											
PE(X)	(128.93)	105.18	99.31	73.77	57.81						
PB(X)	3.94	3.74	3.53	3.31	3.07						

资料来源: wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或用户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的用户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的用户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然用户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向用户发布的本报告完整版本为准，如有需要，用户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请用户充分注意。用户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代用户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn