

证券研究报告·行业深度

互联网保险/保险科技的投资逻辑（更新）

赵然

Zhaoran@csc.com.cn

13671946838

SAC执证编号：S1440518100009

SFC中央编号：BPD352

王欣

wangxinyf@csc.com.cn

18518181321

SAC执证编号：S1440521010004

发布日期：2021年6月7日

目录

- 1、互联网保险 VS 传统保险
- 2、成长性：互联网保险空间在哪里
- 3、从产业链的角度看投资逻辑
- 4、案例分析：商业模式与战略定位
- 5、投资建议及风险提示

1、互联网保险VS传统保险

- 1.1 互联网保险的定义
- 1.2 行业监管与渗透率变化
- 1.3 互联网财险 vs 传统财险
- 1.4 互联网人身险 vs 传统人身险
- 1.5 互联网健康险高速发展

1、互联网保险VS传统保险

➤ 1.1 互联网保险的定义

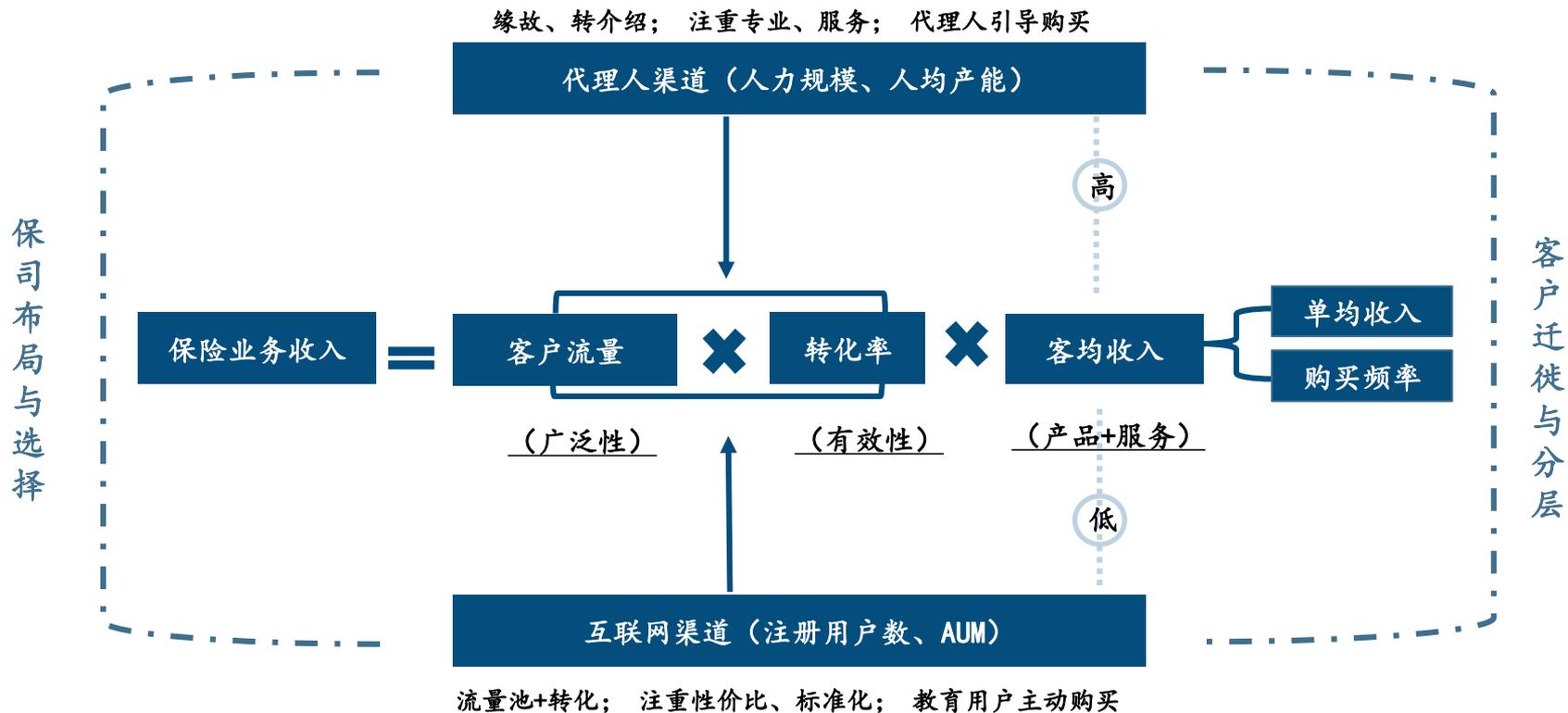
2020年12月14日，银保监会网站发布《互联网保险业务监管办法》，明确“互联网保险业务”的定义，即“保险机构依托互联网订立保险合同、提供保险服务的保险经营活动。”《办法》规定，同时满足以下三个条件的保险业务，即为互联网保险业务：

- (1) 保险机构通过互联网和自助终端设备销售保险产品或提供保险经纪服务；
- (2) 消费者能够通过保险机构自营网络平台的销售页面独立了解产品信息；
- (3) 消费者能够自主完成投保行为。

➤ 与传统保险的异同

- 本质都是保险，具备风险保障和管理的核心功能。
- 创新点不局限于渠道创新和产品创新，本质是商业模式的创新。比如场景、销售方式、用户运营理念、产品设计与营销等方面的创新，互联网思维是根本差异。

1、互联网保险VS传统保险

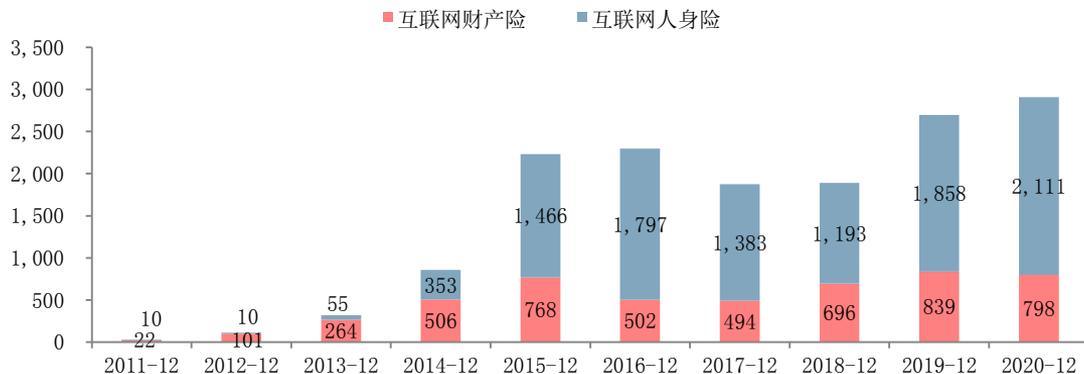


1、互联网保险VS传统保险

1.2 行业监管周期

- 2011-2015年——技术的应用推动新兴渠道快速拓展。** 保费增速一度达到170%以上，经营互联网保险的公司数在2016年达到最高总计124家，保费收入在2016年最多达到2299亿元，占总保费收入比例最高达9.2%。
- 2016-2018年——政策收紧进入调整期。** 商车费改的大力推行+理财型产品监管政策收紧+互联网保险乱象加大整治力度。互联网财险2016年-34%，2017年-1.7%，2018年+41%。互联网人身险2017-23%、2018-13.7%。
- 2019年至今——销售回暖，结构分化。** 2019年保费回到2700亿，同比+42.7%，寿险+80%，健康险+92%，车险回落-25%，非车险+73%。2020年受疫情影响增速放缓，但健康险依旧高增，+59%。

图表1：互联网保险保费收入（亿元）及监管政策



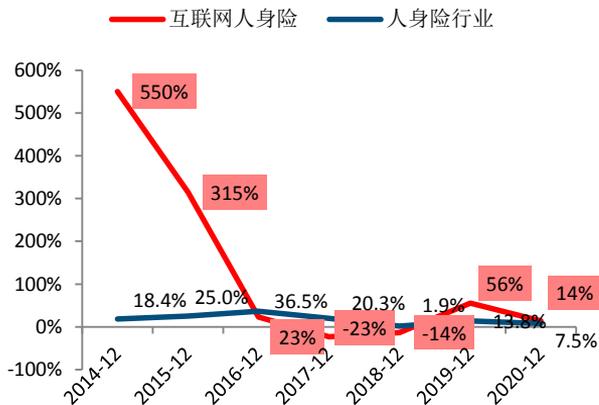
年度	监管文件	年度	监管文件
2015	《关于强化人身保险产品监管工作的通知》；《关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》；《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	2016	《关于加强互联网平台保证保险业务管理的通知》；《关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》
2017	《信用保证保险业务监管暂行办法》	2018	《关于切实加强和改进保险服务的通知》
2019	《关于加强保险公司中介渠道业务管理的通知》	2020	《关于规范互联网保险销售行为可回溯管理的通知》；《互联网保险业务监管办法》

1、互联网保险VS传统保险

1.2 增速高于行业，渗透率提升

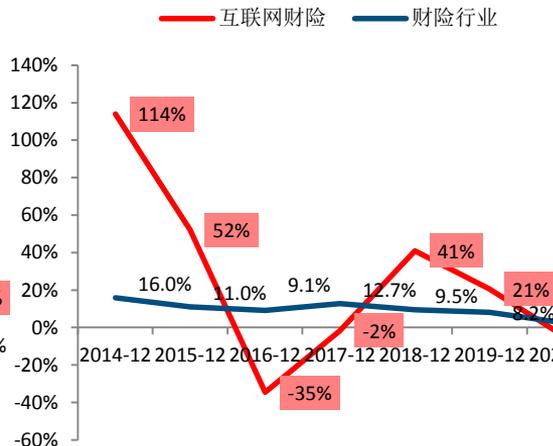
- **增速：**2020互联网人身险增速+13.6% vs 人身险行业增速+7.5%；
2019互联网财产险增速+20.5% vs 财险行业保费增速8.2%。2020年-4.8% vs 2.4%，网络渠道信保业务、车险业务下滑明显。
- **渗透率：**2020年，互联网保险保费收入/总保费收入，比例为6.4%，人身险渗透率6.3%，财产险渗透率6.7%。提升态势。

图表2：互联网人身险vs行业增速



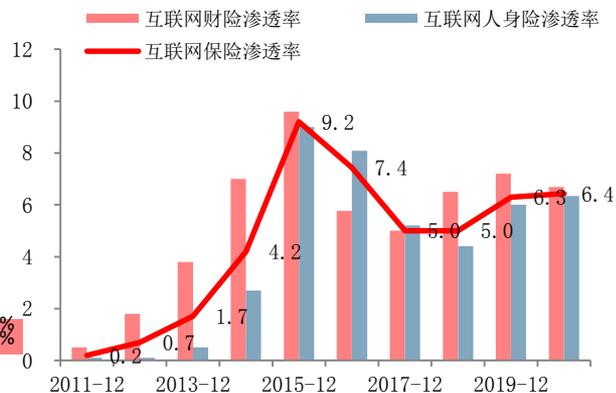
资料来源：wind，中信建投

图表3：互联网财产险vs行业增速



资料来源：wind，中信建投

图表4：互联网保险渗透率



资料来源：wind，中信建投

1、互联网保险VS传统保险

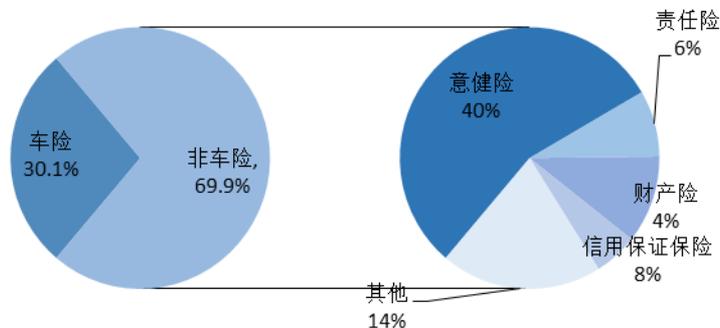
1.3 互联网财产险

- 产品结构：意健险超越车险成为互联网渠道主要险种

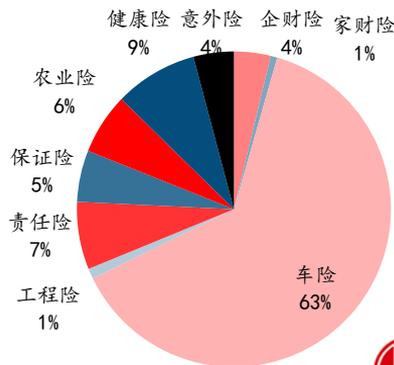
2020年，互联网车险累计保费220亿元，同比-19.6%，占比约27.7%。互联网车险渠道竞争力降低，持续回流至代理渠道。萎缩原因：1、各保险公司加强车险在线服务和在线理赔，提升消费者体验；2、车险综合改革背景下互联网车险渠道费率优势减弱；3、互联网保险销售过程的全流程溯源使线上业务更加透明。

互联网非车险577亿，同比+2.4%，占比接近70%。其中意健险快速增长已经成为互联网渠道第一大险种，占比超过40%。

图表5：互联网财险产品结构（2020）



图表6：财险行业以车险业务占比居多



1、互联网保险VS传统保险

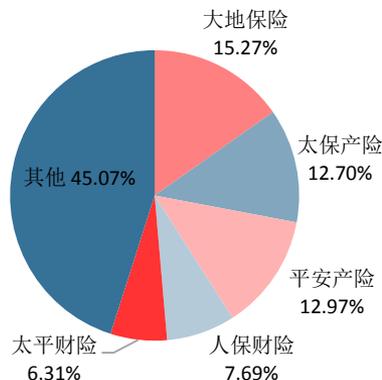
1.3 互联网财产险

- 经营主体：传统保险公司擅长车险、科技型保险公司擅长非车险

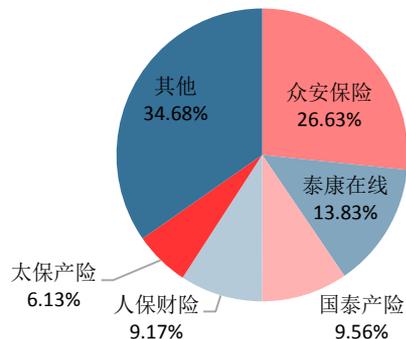
互联网车险市场集中度进一步下降。2020年互联网车险保费规模排名前五的公司分别为大地保险、平安产险、太保产险、人保财险、泰康在线，累计保费收入121.18亿元，CR5为54.93%，较2019年下降14.51个百分点，集中度持续下降。

互联网非车险市场集中度远高于互联网车险，专业互联网保险公司发展强劲。2020年互联网非车险保费规模排名前五的公司分别为众安保险、泰康在线、国泰产险、人保财险和太保产险，累计保费收入377.14亿元，占比65.32%，较2019年下降0.75个百分点，但是仍比互联网车险CR5高出10个百分点。从具体情况来看，专业互联网保险公司在互联网非车险业务中表现优异，2020年合计保费251.86亿元，占比43.62%。

图表7：2020互联网车险市场份额图



图表8：2020互联网非车险市场份额图



资料来源：保险行业协会，中信建投

1、互联网保险VS传统保险

1.3 互联网财产险

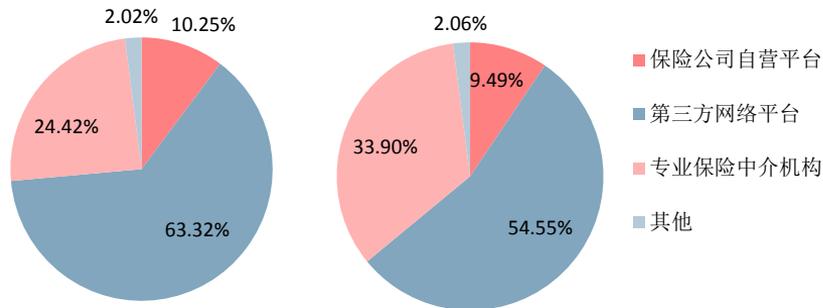
- 渠道结构：由险种决定，车险自营为主，非车第三方渠道为主

总体看，2020年，互联网财险自营渠道占比24%，三方渠道占比74%，其中网络平台42%、专业中介机构32%。

互联网车险业务以保险公司自营平台为主，占比60%以上逐年下降，并从保险公司PC官网向自营移动端转变，专业中介占比28%，第三方网络平台占9%；

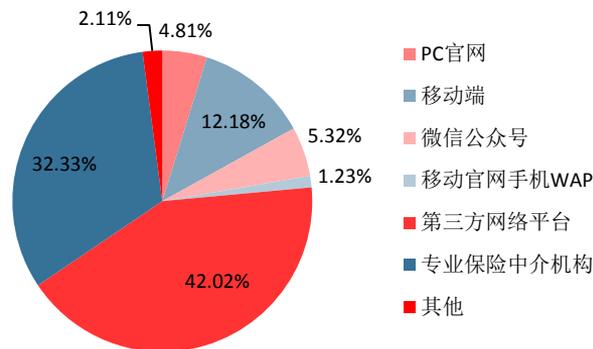
互联网非车险渠道以第三方为主，体现场景化、生态化的属性。1) 第三方网络平台占比55% (Y2020)，下降；2) 保险专业中介机构占比34%，上升；3) 自营占比9.5%。其中意健险自营占比12%、三方渠道占比88%。

图表9：互联网非车险渠道结构对比图



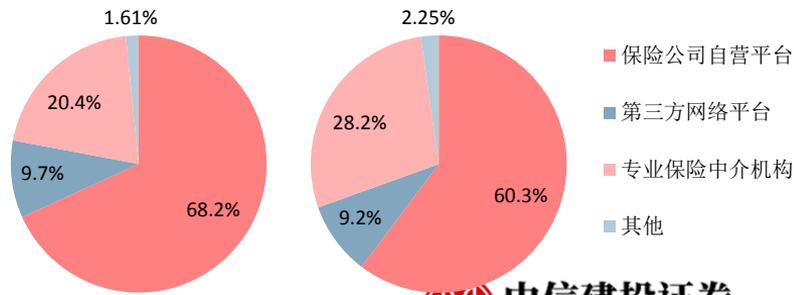
资料来源：保险行业协会，中信建投

图表11：2020年互联网财产保险渠道结构图



资料来源：保险行业协会，中信建投

图表10：互联网车险渠道结构对比图



资料来源：保险行业协会，中信建投

1、互联网保险VS传统保险

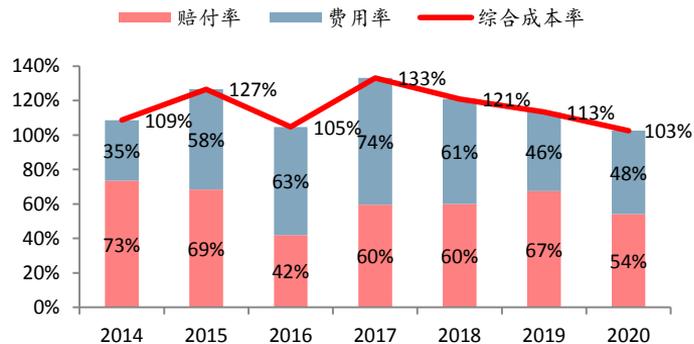
➤ 1.3 互联网财产险

- **成本结构：**险种和渠道共同影响成本率水平，初步对比众安和人保，众安费用率更高、赔付率更低。

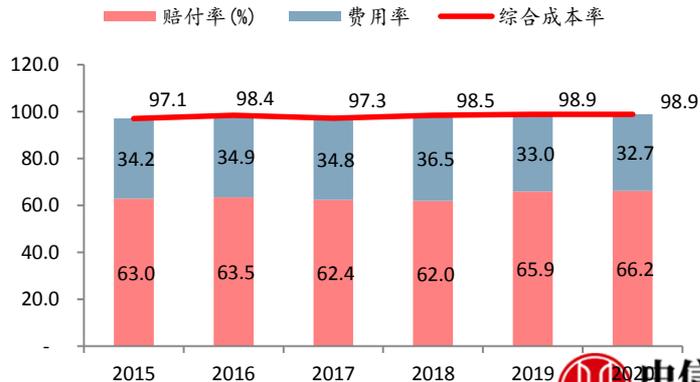
费用率偏高：一方面是渠道费率差异，人保财2020年手续费率11.5%，保单获取成本20%左右（手续费支出、承保人员费用、税金及其他附加、保险保障基金及其他获取成本）；众安渠道费用25%-35%左右；

另一方面来自规模效应，人保业务及管理费/已赚保费为22%，众安管理费/已赚保费在40%以上。

图表12：众安在线综合成本率结构



图表13：中国人保综合成本率结构

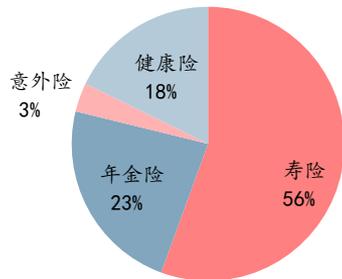


1、互联网保险VS传统保险

1.4 互联网人身险

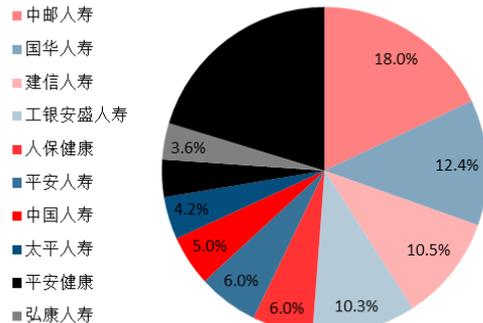
- 产品结构：寿险占比过半，年金险、意健险占比提升**
2020年，保费收入2110亿，+13.6%，寿险占比55%，下降10pct.，年金险占比23%，健康险占比18%。寿险增速下降，年金险、意健险30%以上高增长。
- 经营主体：集中度高，银行系占优**
市场集中度高，CR3【40.9%】、CR5【57.2%】、CR10【79.6%】。银行系保险公司市占率居前。
- 渠道结构：渠道合作为主，自营占比提升**
2020年，自营渠道规模+36%，占比15.3%；三方渠道规模+10.3%，占比84.7%。通过官网投保客户量1824.2万人，同比+75.6%。传统寿险公司业务，代理人渠道占个人业务比例接近90%。

图表14：互联网人身险险种结构



资料来源：保险行业协会，中信建投

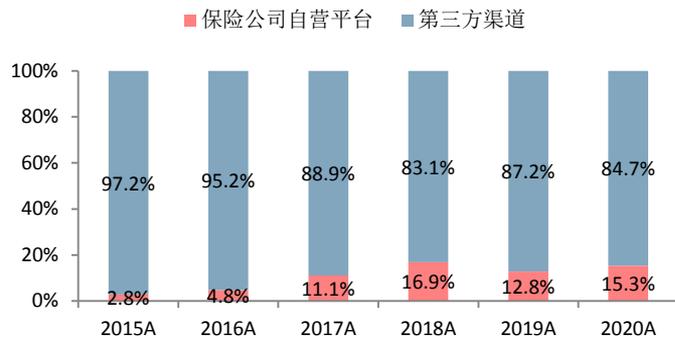
图表15：2020年各公司互联网人身保险业务市占率



资料来源：保险行业协会，中信建投

1、互联网保险VS传统保险

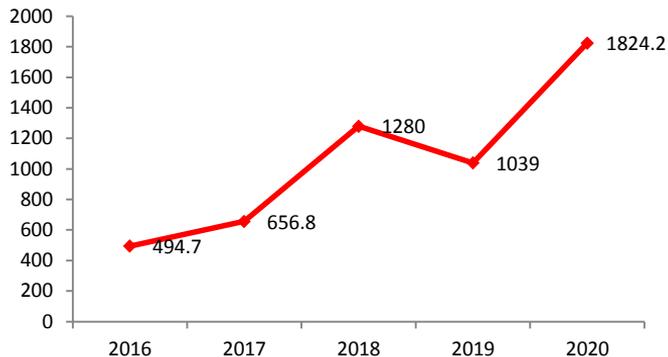
图表16: 销售渠道以三方平台为主



资料来源: 保险行业协会, 中信建投

- 在线上业务的建设拓展初期, 保险公司自建生态系统引流能力有限, 以寻求第三方社交、健康管理、支付平台的支持为主, 通过付出第三方渠道费用为自己建立业务生态。随着保险公司对自有网络渠道重视程度越来越高, 互联网人身险第三方渠道保费收入占比有下降趋势。
- 2020年通过保险公司官网进行投保的客户数量累计达1824.2万人次, 较2019年同比增长75.6%
- 官网年度累计流量方面, 头部险企优势明显, 平安、太保、国寿排名前三, 平安以32.87亿人次一骑绝尘。

图表17: 2016-2020年保险公司官网客户量变化(万人)



2020年保险公司官网流量前十名(万人次)



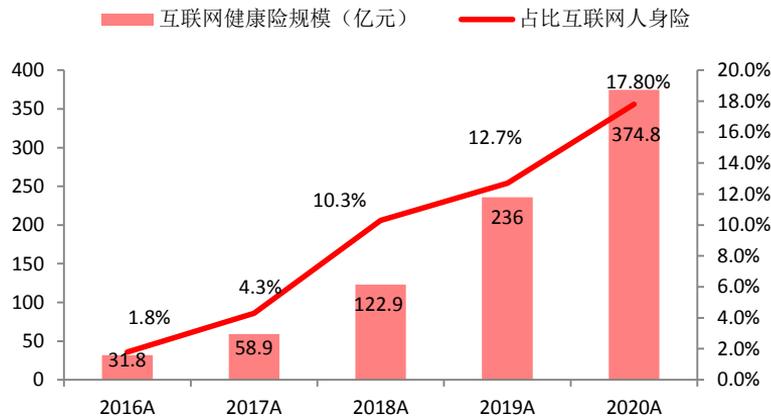
资料来源: 保险行业协会, 中信建投

1、互联网保险VS传统保险

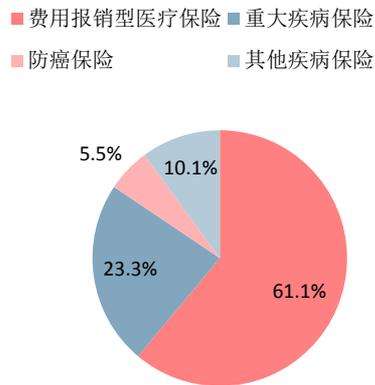
1.5 互联网健康险快速增长

- 2020年健康保险实现规模保费374.8亿元，较去年同比增长58.8%，占互联网人身险比重继续上升至17.8%。前60款热销产品健康险有25款；
- 费用报销型医疗保险累计实现规模保费229.2亿元，同比增长58.3%，占互联网健康保险总规模保费的61.1%；重大疾病保险实现规模保费87.5亿元，同比增长60.6%，占比为23.3%。另外，护理保险和防癌保险增长幅度较大，较去年同比分别增长257.9%和138.9%。

图表18：互联网健康险占比进一步提升



图表19：互联网健康险以报销型为主



2、成长性：互联网保险空间在哪里

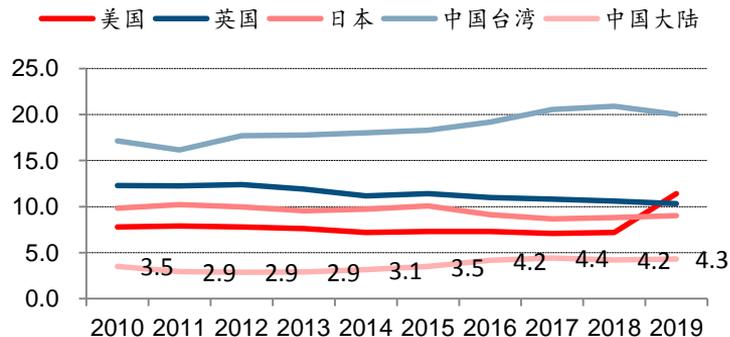
- 2.1 保险行业总体增长
- 2.2 产品线上化、客户线上化渗透率提高
- 2.3 基于互联网特征的产品创新
- 2.4 ARPU值的提升

2、成长性：互联网保险空间在哪里

➤ 2.1 行业处于增长期，保费增长空间可期

- 2019年，世界平均保险行业深度为7%（寿险3.2%、非寿险3.8%）；密度793美元（寿险363、非寿险429）
- 中国保险行业深度4.3%（寿险2.3%、非寿险2%）；密度431美元（寿险230、非寿险201）
- 健康养老需求旺盛：中国银保监会发布了《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，银保监会副主席黄洪指出，力争到2025年，健康险市场规模超过2万亿元；力争到2025年，为参保人积累6万亿元养老保险责任准备金。2020年健康险收入8.17亿元，按此测算5年CAGR为20%。2020Q3养老保险责任准备金规模为5600亿，CAGR达到61%。

图表20：各国保险行业深度（%）

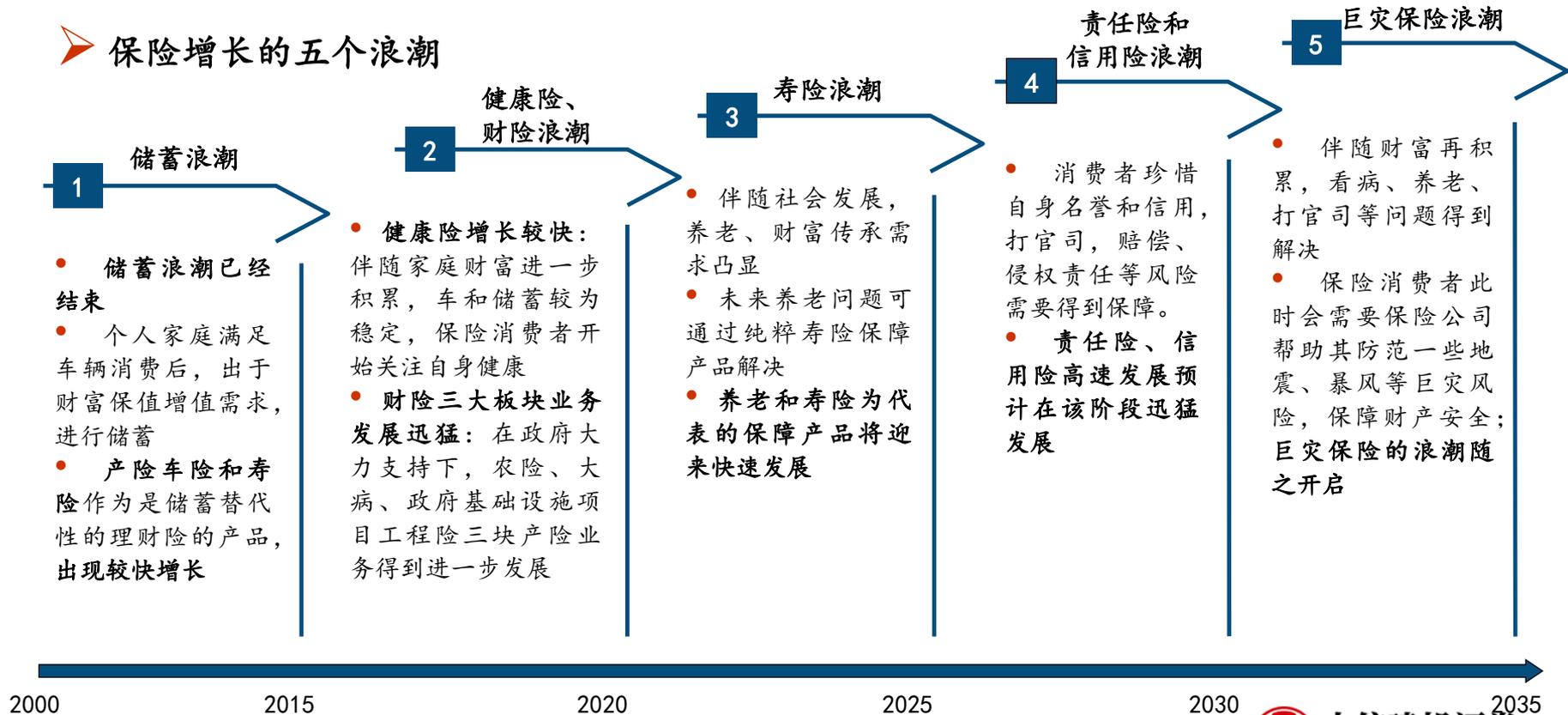


图表21：各国保险行业密度（美元）



2、收入分析：互联网保险空间在哪里

➤ 保险增长的五个浪潮

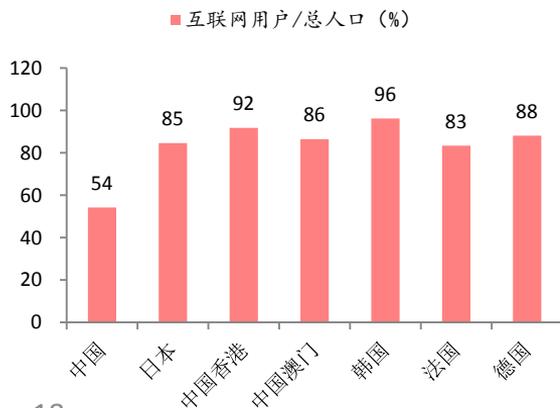


2、收入分析：互联网保险空间在哪里

2.2 互联网渠道渗透度提升——用户线上化

- 互联网用户数：我国互联网用户数持续增长，占总人口比例54%（Y2019），其他发达国家及地区在80%以上；移动电话使用量快速增长至120人/每百人。
- 互联网用户使用线上理财、保险服务规模持续扩大。已经适应移动互联网等数字化技术的用户对于互联网财富管理、风险管理有着更好的信任度，保险服务领域移动端季度活跃用户数达到7861.6万人（2020Q3）。
- 80、90后更喜欢测评、推荐，把复杂的保险条款简单化，几句话解释清楚保障范围、如何理赔等问题，最好是提供几款产品进行重点推荐。

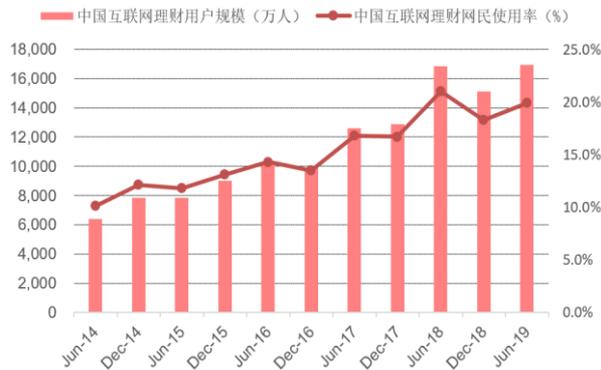
图表22：互联网用户数有提升空间



18

资料来源：wind，中信建投

图表23：中国互联网理财用户及互联网理财使用率



资料来源：wind，中国互联网络信息中心，中信建投

图表24：保险服务移动端季度活跃用户



资料来源：易观数据，中信建投

2、收入分析：互联网保险空间在哪里

➤ 2.2 互联网渠道渗透度提升——产品线上化

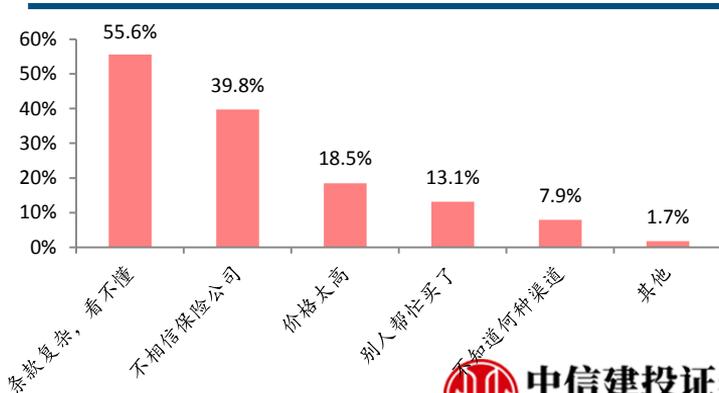
- **保险购买行为线上化：**移动互联网、移动支付的普及促使用户的消费习惯向线上化、便捷化转变，影响用户保险消费习惯。新生代对保险需求的“新常态”，全面认知风险、有效交互、追求体验、场景化主动消费、线上化服务。
- **保险产品与服务与场景融合、渗透。**无论是互联网保险公司、还是大流量平台都在试图将保险服务融入到场景中，一些传统的险种，也随着应用场景的线上而拓展线上销售渠道，产品设计、销售需更符合互联网特征，因此简单化、标准化、有场景、件均低的产品渗透率较高。

图表25：不同险种线上化渗透率



资料来源：保险行业协会，wind，中信建投

图表26：非保险用户不打算购买保险的原因（2018年）



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

2、收入分析：互联网保险空间在哪里

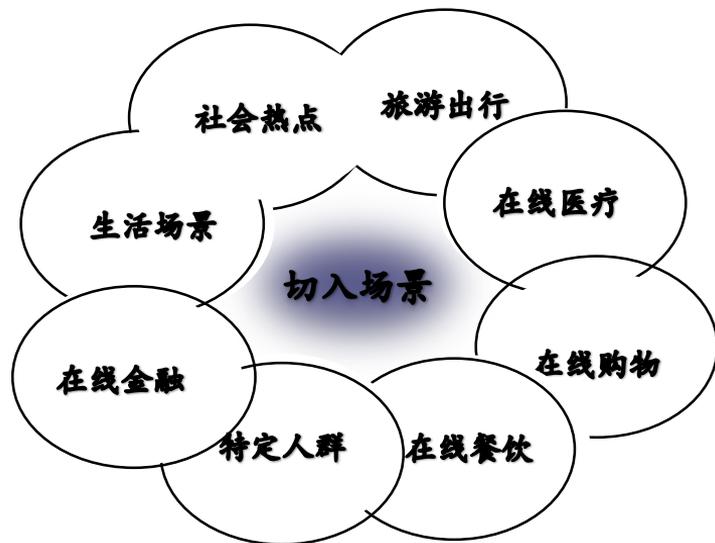
➤ 2.3 产品创新拓展市场空间

- **互联网场景拓宽了可保风险范围，推动产品创新**

一些保险产品，例如退货运费险、航班延误险等等，是针对于解决特定场景的特定风险，具有低门槛低保费的特征，在新的领域拓展了可保风险的范围，并且，依托大数据等技术也大大降低了经营成本，让这些小额高频低费率产品有了盈利的可能。这是保险产品设计理念的创新。

- **挖掘构建场景：**将产品植入场景更有助于销售，挖掘场景、或者构建场景是常见的手段；对于购买场景较弱的产品，一方面要构建线上场景，另一方面做好用户教育、提高用户接受度和自主购买性。

图表27：互联网保险在各种生活场景中切入



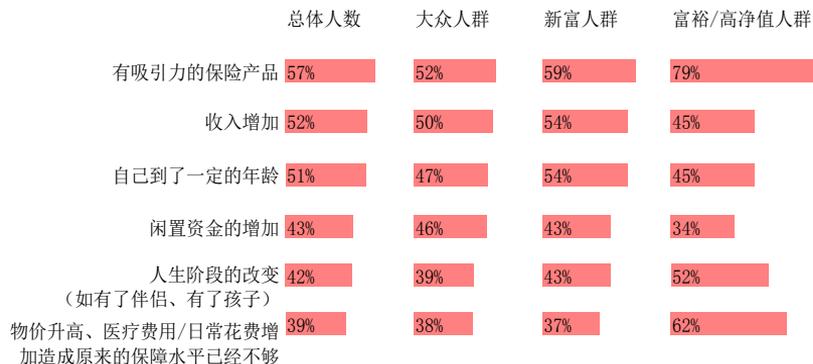
资料来源：中信建投

2、收入分析：互联网保险空间在哪里

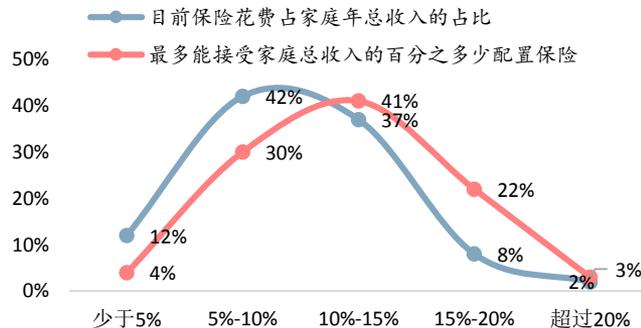
2.4 人均ARPU值的提升

- 保险配置态度逐渐发展，普遍将保险配置视为长期规划，持续加保意愿强。具有吸引力的产品、自身收入、人生阶段的变化，抑或是宏观环境的变化等因素都会激发消费者考虑加保，为自己、为家人投保需求增加，人均保费支出提升。
- 根据中宏保险的调研显示，目前很大一部分人（42%）保险花费占家庭年收入比例在5%-10%，近半数消费者（47%）用家庭收入的10%甚至更多进行投保，而未来将有更多人群增加保险花费占比，支出10%以上的人群比例则有望提升至近七成（66%）

图表28：考虑加保的原因



图表29：实际保费投入vs 理想保费投入



2、收入分析：互联网保险空间在哪里

➤ 增长空间测算

- 根据行业过去5年增长速度以及当前行业发展情况，我们预期到2025年，人身险保费规模有望达到6万亿元，复合增速约为13%，财产险保费规模达到1.7万亿元，复合增速7%，保险行业合计保费达到7.3万亿，期间年均复合增长率为10.1%。
- 假设互联网保险行业保费增速在15%-25%之间，则对应的保费规模及渗透率见下表。

图表30：行业保费收入vs互联网保费收入

	CAGR (2020-2025)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
保险行业保费收入（万亿）	10.10%	4.5	5.0	5.5	6.0	6.6	7.3
（E1）互联网保费收入（万亿）	15.00%	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
渗透率		6.4%	6.7%	7.0%	7.3%	7.7%	8.0%
（E2）互联网保费收入（万亿）	20.00%	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
渗透率		6.4%	7.0%	7.7%	8.3%	9.1%	9.9%
（E3）互联网保费收入（万亿）	25.00%	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9
渗透率		6.4%	7.3%	8.3%	9.4%	10.7%	12.2%

3、从产业链的角度看投资逻辑

➤ 3.1 前端 - 渠道

- 3.1.1 互联网保险渠道的核心：流量与留量
- 3.1.2 获取流量的逻辑：调整变现思维，优先培育认知和兴趣
- 3.1.3 流量的获取与运营：从公域到私域

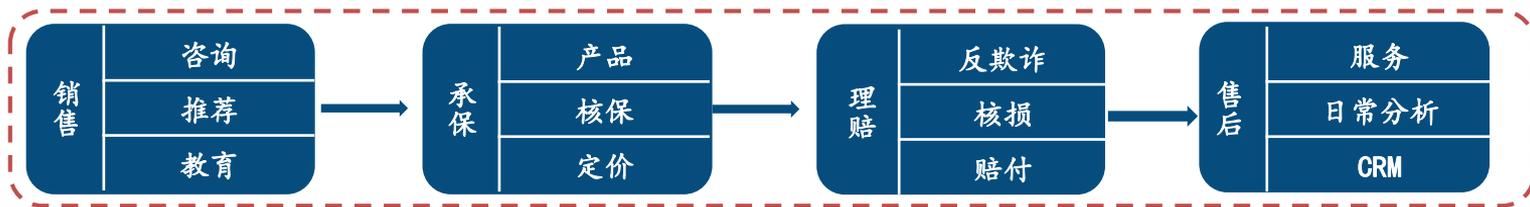
➤ 3.2 中端 - 产品+服务

- 3.2.1 持续创新能力助力公司突围
- 3.2.2 服务能力构建护城河
- 3.2.3 构建生态，运营客户LTV

➤ 3.3 后端 - 科技赋能

- 3.3.1 科技能力是支撑
- 3.3.2 技术需要回归对业务的理解
- 3.3.3 科技赋能实现降本增效

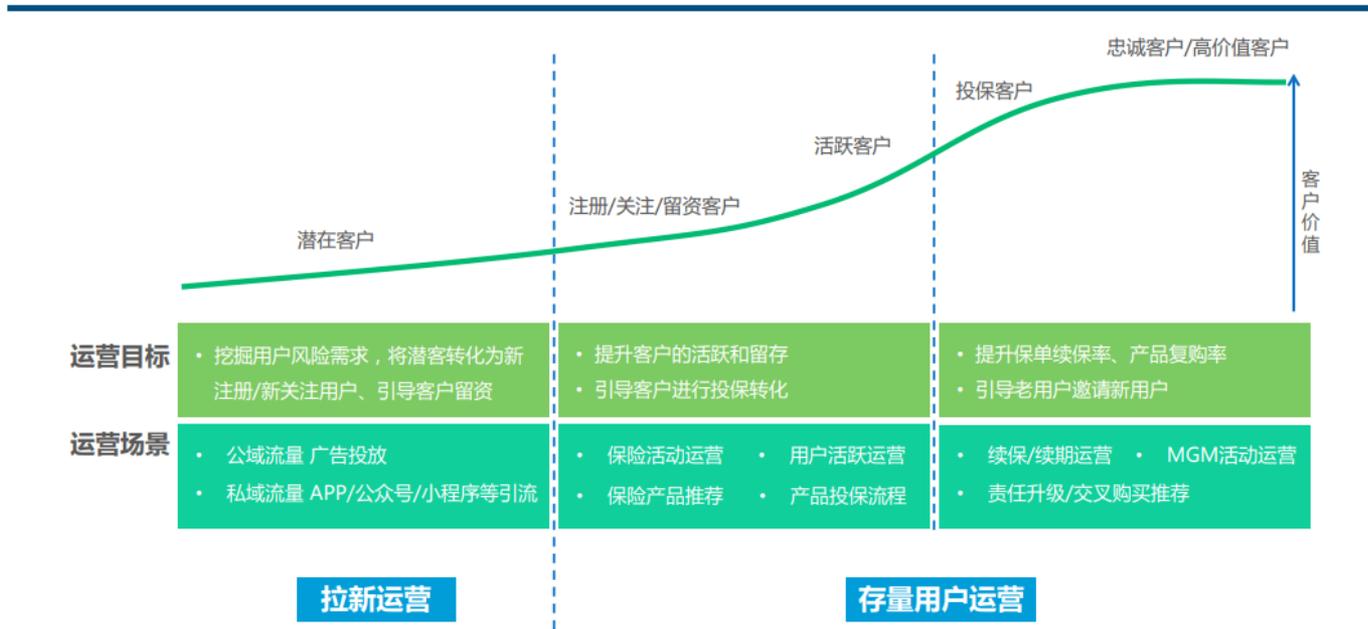
3、从产业链的角度看投资逻辑



3.1 前端-渠道

3.1.1 互联网保险渠道的核心：流量与留量

图表31：保险用户各价值阶段的精细化运营

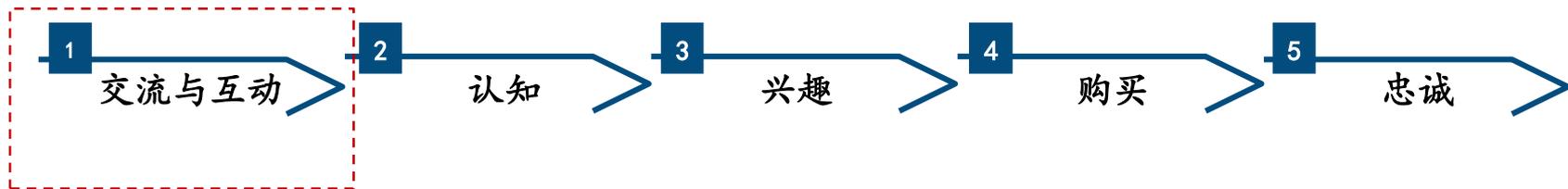


3.1 前端-渠道

➤ 3.1.2 获取流量的逻辑：调整变现思维，优先培育认知和兴趣

(1) 明确“调性”与“变现”的平衡

- 保险公司/流量平台与客户之间链接本质上和传统营销渠道拓展无异，但是金融产品，特别是保险产品和快消品最大的区别在于产品持续性服务的非标准化的服务体验。但是金融产品，特别是保险产品和快消品最大的区别在于产品持续性服务的非标准化的服务体验。保险公司与客户之间如何从“客户关系”到“合作伙伴关系”，建立更长期的信任是转型的核心目标。
- 传统的营销过程分为从“认知、兴趣、购买到忠诚”的过程：“客户关系”更强调快速实现“购买过程”，是为“变现”；“合作伙伴关系”更注重建立深度的信任的“认知和兴趣”过程，是为“调性”。



3.1 前端-渠道

(2) 从兴趣到购买，用户更倾向于自主决策

- 用户选择互联网渠道购买的原因主要是“自我选择的空间更大”
- 被营销的体验不如自主决策，互联网用户更倾向于“被影响”
- 营销应当具备流量思维和用户思维，而非变现思维

流量思维/用户思维

用户数

频率

用户画像

习惯偏好

活跃

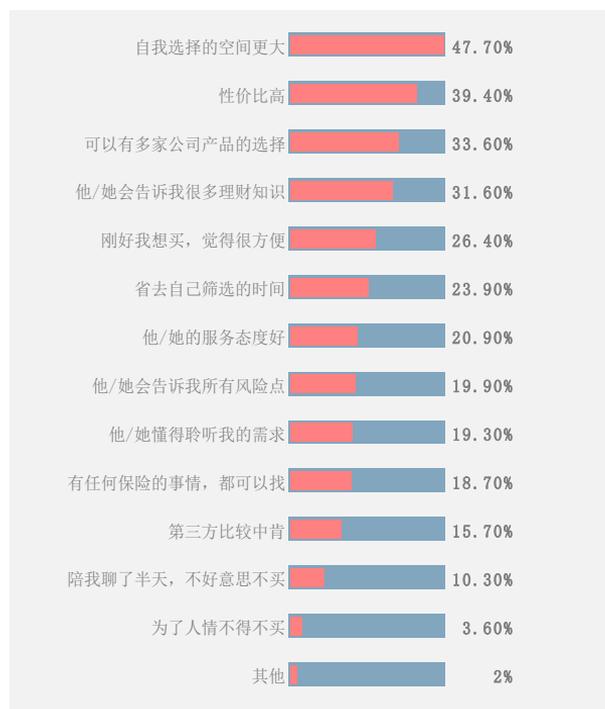
留存

行为数据

生命周期

- ✓ 借鉴互联网的营销模式，互联网保险平台也可以理解为“汇聚流量之后通过广告、电商、增值服务和金融服务来变现”。

图表32：选择互联网渠道购买的原因



3.1 前端-渠道

(3) 让互动更有效、让信息更透明

- 单向的信息传播范围有限，有效性打折
- 线上互动可以双向交互，能够围观、沉淀、随时间积累，效果和收益大于点对点的线下互动
- 真实有效的信息互动可信性更高，更能激发互动效果

- 互联网券商通过论坛社区用户UGC、直播、课堂等方式提升社区的内容性、社交性并打造流量闭环，提升用户粘性。
- 低频、低主动性、长时间维度影响了互联网保险的互动有效性。保险类的APP，基本只能看到单边内容投放，缺少双向互动。微保、蚂蚁保中部分产品有评论区，但无互动区，且评论区理赔环节的评论远少于购买环节。互动有效性和真实性有限。

图表33：东方财富、老虎证券、富途牛牛app社区



图表34：微保、蚂蚁保某产品评论区



3.1 前端-渠道

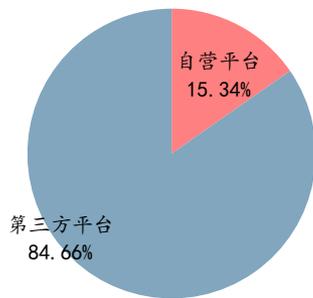
3.1.3 流量的获取与运营：从公域到私域

图表35：公域流量和私域流量的区别

私域流量池	公域流量池
<ul style="list-style-type: none">• 用户是自己的• 可直接触达的• 免费的• 可反复利用的	<ul style="list-style-type: none">• 用户是流量，较难留存• 通过投放及推广来获客

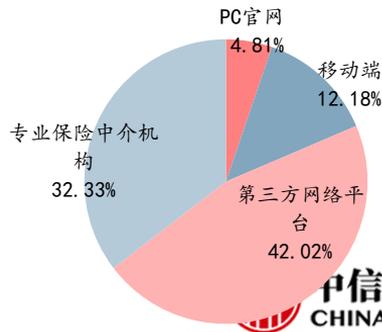
用户留存渠道	用户留存渠道
<ul style="list-style-type: none">• 微信个人号• 社群• 朋友圈• 私信	<ul style="list-style-type: none">• 天猫• 微博• 抖音• 小红书• 淘• 头条• 视频• 支

图表36：互联网人身险渠道结构



资料来源：保险行业协会，中信建投

图表37：互联网渠道财险占比



资料来源：保险行业协会，中信建投

3.1 前端-渠道

3.1.3 流量的获取与运营：从公域到私域

(1) 公域广告投放、官方号运营

✓ 主要依靠平台庞大的用户规模和访问流量为保险产品带来巨大曝光

- 以抖音号运营为例：以投放短视频为主，内容分为几大系列，形成千万级播放量
- 内容包括：健康科普、社保知识、投保方案、健康干货、保险知识等
- 众安还在“品牌”标签中投放热销爆款、爸妈专享等产品链接，作为导流与转化入口

图表38：众安、水滴保官方抖音账号



3.1 前端-渠道

3.1.3 流量的获取与运营：从公域到私域

(2) 私域流量运营

✓ 主要依靠众筹、互助等具体场景形式完成客群吸引和消费催化

• 搭建流量场景

• 水滴筹：捐款-爱心福利-抽奖-赠险-增转销

(增险为2w低保额产品，接受增险后会弹出600万保障产品，首月保费1元等宣传，促进完善信息、投保)

• 水滴筹页面有水滴保险商城入口，点开直接进入百万医疗投保产品页面，如未投保，页面会不断弹出窗口提示“600万保障”引导去完善个人信息完成投保流程。

图表39：水滴公司、轻松集团搭建场景



资料来源：公司官网，中信建投

图表40：APP、公众号、小程序

• APP/公众号/小程序引流

众安保险、泰康在线…

慧择保险网、深蓝保…

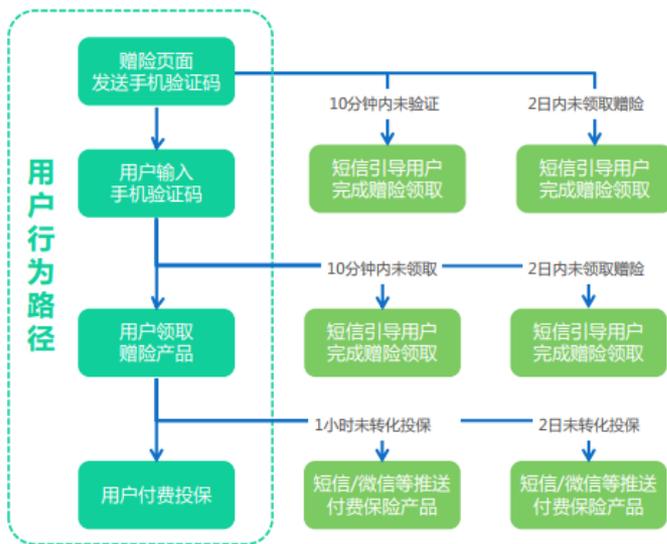


资料来源：公司官网，中信建投

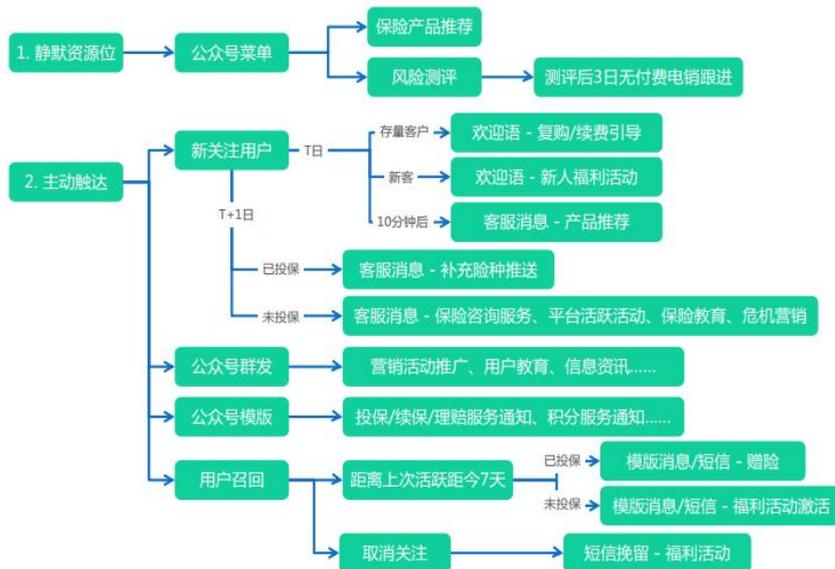
3.1 前端-渠道

3.1.3 流量的获取与运营：从公域到私域

图表41：赠转销场景的运营



图表42：微信公众号的深度运营



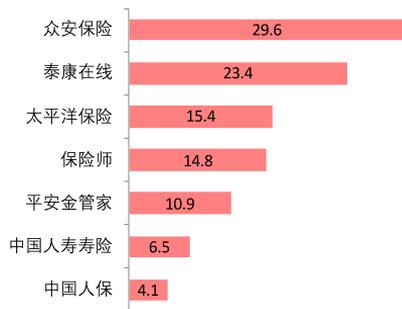
3.1 前端-渠道

3.1.3 流量的获取与运营：从公域到私域

(3) 传统龙头客户体量庞大，新兴公司客户活跃度更高

- 用户数量方面，传统险企运营多年，沉淀用户体量较大，平安集团互联网用户量超5.98亿（Y2020，YoY+16%），保险服务领域APP平安金管家处于行业优势地位，注册用户超过1亿。截至2020年9月30日，平安金管家APP累计注册用户数达2.43亿，9月份的月活用户数超3700万。
- 用户活跃度方面，互联网保险公司用户活跃度更高。根据易观分析统计，众安保险用户活跃度为29.6，用户平均每间隔约3.4天打开一次，在同类APP中活跃度最高。

图表43：保险服务领域代表性APP近10个月用户活跃度平均值



数据说明：用户活跃度值指的是在统计周期内，用户使用APP间隔时间的平均值（天）的倒数*100，即用用户活跃度=（1/使用APP间隔天数平均值）*100；数值越大表示用户越活跃

资料来源：易观数据，中信建投

- 根据易观数据，众安保险活跃用户规模居首为232.5万（2020.10），双十一期间日活用户高峰时达到82.7万人。保险师、泰康在线月活用户数分别为201.2万、46.9万，水滴保险、慧择保险则分别以40.5万、25.7万。

图表44：2020年10月保险服务类APP TOP10榜单

排名	应用名称	月活跃人数（万）	行业渗透率
1	众安保险	232.5	5.3%
2	保险师	201.2	4.6%
3	泰康在线	46.9	1.1%
4	水滴保险商城	40.5	0.9%
5	慧择保险	25.7	0.6%
6	向日葵保险	18.2	0.4%
7	创保网	16.5	0.4%
8	i云保	16.1	0.4%
9	白鸽保险	12.0	0.3%
10	轻松保	9.5	0.2%

资料来源：易观数据，中信建投



中信建投证券
CHINA SECURITIES

3.1 前端-渠道

3.1.3 流量的获取与运营：从公域到私域

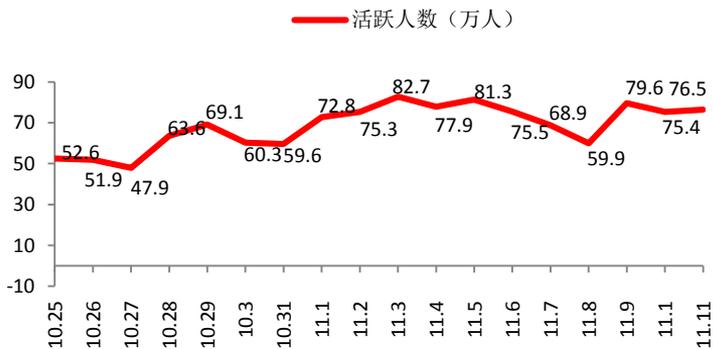
(3) 传统龙头客户体量庞大，新兴公司客户活跃度更高

案例：众安保险线上营销活动促进月活

众安将双十一、电商直播等迎合年轻群体的新消费业态融入保险营销中，2020年10月末开始推出了超大力度的购物补贴和保险让利，上线“特惠版”、“首月优惠”等价格促销和推出购物补贴计划等现金补贴、保险礼包，激发用户活跃度和购保需求。10月末日活跃用户由日均50万人左右迅速提升至日均60万人以上，峰值达到82.7万人。2020年双十一期间通过众安保险APP的投保用户数同比增长247%，保费同比增长180%。

根据易观千帆数据显示，众安保险APP平均月度活跃用户由2016年28.7万跃升至2020年242.9万，5年间增幅约746.3%。

图表45：众安保险2020双11期间活跃用户变化



资料来源：易观数据，中信建投

图表46：众安保险近5年平均月度活跃用户变化



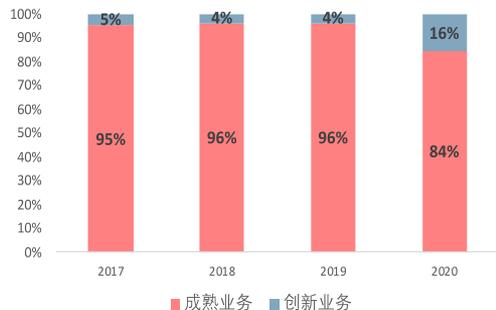
资料来源：易观数据，中信建投

3.2 中端-产品+服务

3.2.1 持续创新能力助力公司突围

- 市场上保险产品差异化较小，市场集中度高，创新者依托强大的创新能力引领行业发展，获取突围机会。创新产品的推出能够为公司带来增量收入。
- 优秀的场景挖掘能力及产品开发能力，使公司能够快速反应、针对新场景设计新保险，能够适应不同场景的特定需求并能够保持不断的迭代更新。
- 智能定价能力，实现精准定价，提供更个性化、高性价比的产品，实现“一人一价”精准定价的目标，更充分满足客户差异化需求。

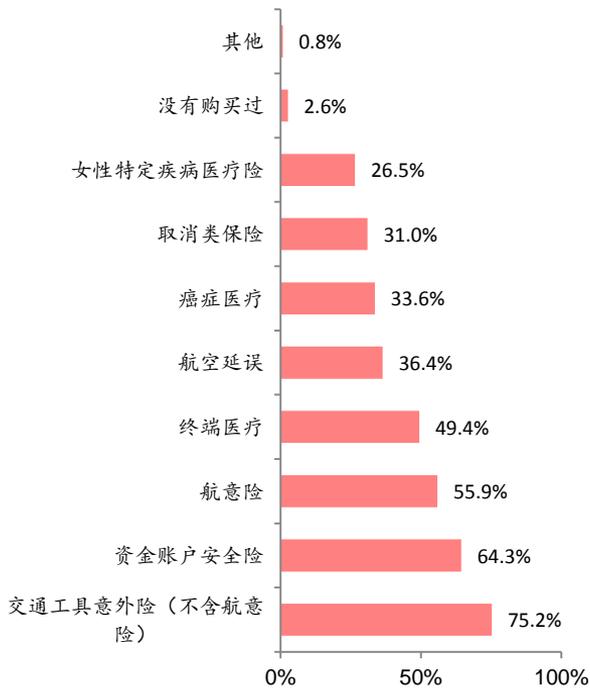
图表47：众安创新产品保费贡献



图表48：数字生活ARPU(人民币元)



图表49：保险用户购买过的新型保险占比



3.2 中端-产品+服务

➤ 3.2.2 服务能力构建护城河

- 完整的产品，应当是产品本身+配套服务
- 服务创新是提高保险企业核心竞争力的重要途径

保险人与被保险人之间的主要关系，就是服务与被服务的关系。客户服务质量的好坏、服务水平的高低决定着公司的竞争力。

保险服务提供者需要以顾客需求为出发点，主动改进产品和服务，迎合顾客的潜在需求以扩大客户群体，提升用户体验以获得更高的用户留存。通过产品创新和服务创新，不仅可以率先获得重要客户资源，占领市场、取得良好的经济效益，而且可以获得更高的品牌知名度，树立良好的品牌形象。

- 举例：

智能客服：AI客服7×24小时全天候智能应答，语音、情绪识别提升用户体验…….

理赔提速：图像识别定损、智能人伤定损，在线理赔实现秒赔闪赔，医保直通…….

健康管理：在线问诊、线上送药、私家医生、专家挂号、重疾绿通、海外就医、特药服务…….

服务延伸：构建生态满足生活各种场景需求

3.2 中端-产品+服务

3.2.3 构建生态，运营客户LTV

所谓生态，是不借助外部资源，在生态内部可以长时间的生存。

(1) 将“低频+单维”转为“高频+多维”，增强用户粘性与复购。

- “高频”代表了客户黏性、“多维”代表了深度业务交叉。

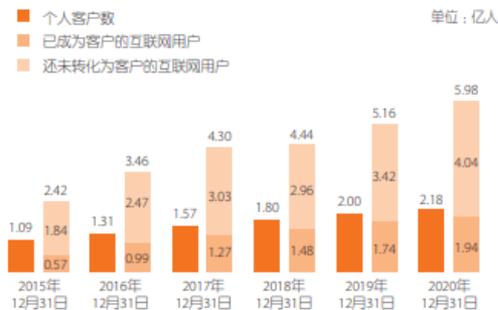
从场景切入，由保险出发逐步扩展至医疗、汽车、餐饮、出行等各个领域，构建“保险+”生态服务体系，形成闭环。理论上场景越精细，用户服务的精准度越高，用户体验就会越好。

□ 举例：中国平安“一个客户、多种产品、一站式服务”理念，推动“科技赋能金融、科技赋能生态、生态赋能金融”全年新增客户3,702万，其中36.0%来自集团互联网用户，已转化为客户的互联网用户占比仅32%，客户开发空间极大。

图表50：平安构建五大生态圈



图表51：平安个人客户vs互联网用户



资料来源：平安年报，中信建投

3.2 中端-产品+服务

➤ 3.2.3 构建生态，运营客户LTV

- 生态的构建能够让客户在一个APP上满足多样化需求

以平安金管家为例，以保险服务为切入点，涵盖财富管理、在线问诊、健康服务、生活服务、活动福利等多个板块，可跳转至平安银行、平安证券、平安健康等其他旗下机构页面，让客户在平台所构建的生态中解决多样化的需求，从而对平台产生粘性，从用户到付费用户再到忠诚用户。

图表52：平安金管家APP提供多种服务



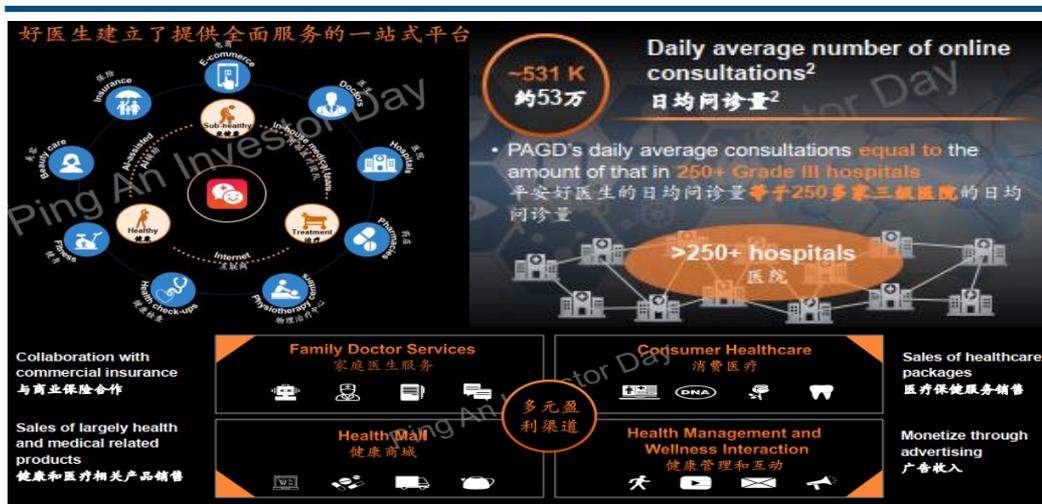
资料来源：平安金管家APP，中信建投

3.2 中端-产品+服务

➤ 3.2.3 构建生态，运营客户LTV

以平安好医生为例，截至2020年12月31日，平安好医生累计注册用户量达3.73 亿；2020年日均问诊咨询量同比增长23.9%至90.3万人次；12月当月活跃用户数同比增长8.5%至7,262万。平安好医生涵盖问诊、购药、预约挂号、健康检查、健身减肥、美容、保险等多种围绕医疗和健康的相关功能，这些功能的使用频次远高于购买保险。在为保险用户提供增值配套服务外，还能够通过家庭医生服务、消费医疗、健康商城、健康管理来实现收入。

图表53：平安好医生一站式服务平台



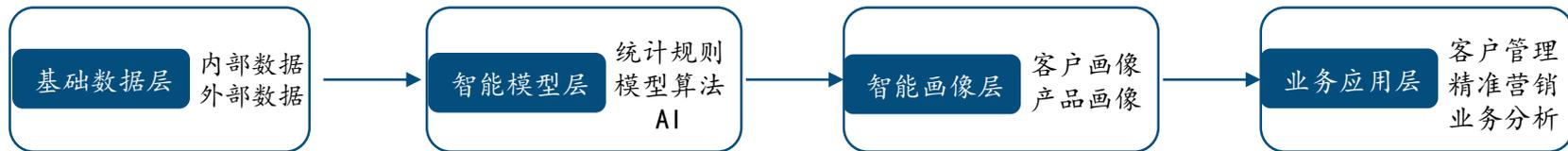
3.2 中端-产品+服务

➤ 3.2.3 构建生态，运营客户LTV

(2) 掌握数据、“数”以至用。

- 采集数据——分析数据——描绘需求——提供服务（个性化/差异化），掌握数据并用好数据是竞争的关键。

图表54：从数据层到应用层



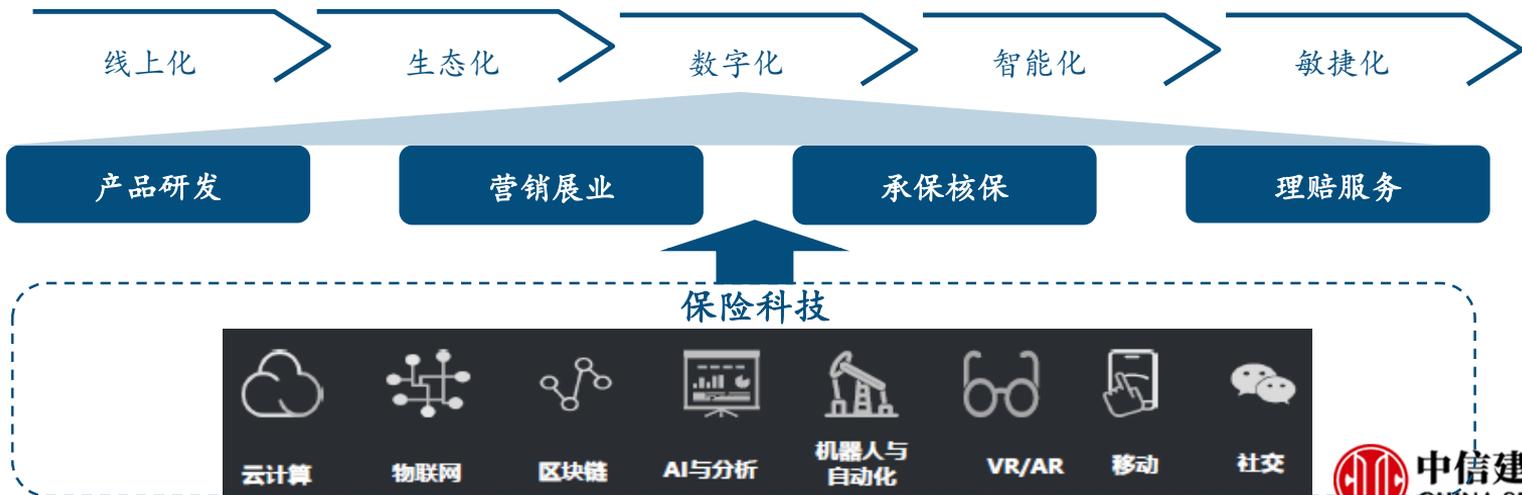
资料来源：datatist，中信建投

- 用户画像是提供服务的基础：**落脚点在于挖掘客户潜在需求、识别客户偏好、评估用户风险。对数字化营销、精细化服务、完善产品、优化体验、用户维护、控制风险、开放服务能力具有重要意义。
- 数据处理能力作支撑：**将数据进行加工、清洗、建模、计算，全面分析用户，通过数据洞察问题、针对性解决、提升效率，后将结果反馈给用户，形成高效服务的反馈闭环，并持续优化反馈结果。

3.3 后端-科技赋能

3.3.1 科技能力是支撑

- 保险业务价值链的重塑需要以科技能力作为支撑，由多种技术与保险业务的深度工程化结合作用。人工智能、云计算、大数据、区块链等核心技术的应用正逐渐重塑保险业务链条。
- 科技赋能贯穿于保险业务流程始终，解决各个环节的痛点问题。产品研发环节的风险定价智能定价、新产品研发，营销环节的保顾、客户流量、精准营销、交叉销售等等，承保核保环节的智能识别、风险防范、流程简化高效，理赔环节的智能定损、秒级赔付、控费反欺诈等等。最终才能推动企业从简单的线上化，转型为数字化、智能化、敏捷化。

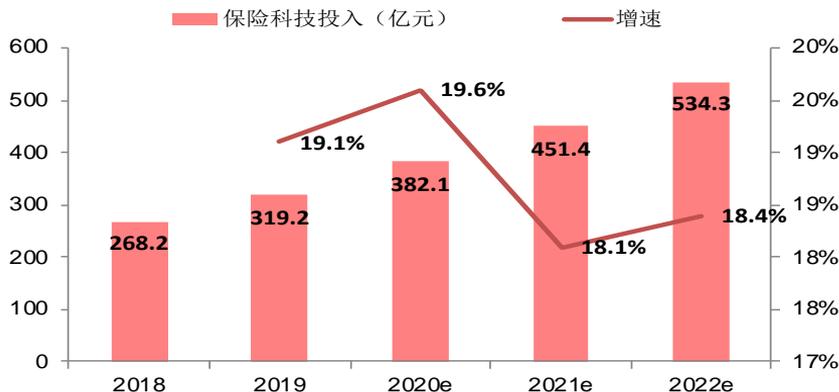


3.3 后端-科技赋能

3.3.2 技术需要回归对业务的理解

- 近几年保险行业科技投入加码，据艾瑞咨询测算2019年保险行业科技投入约319.5亿元，未来增速在18%左右。众多保险公司也纷纷将“保险+科技”提升至战略高度。
- 数字化、智能化本身并不是目的，如何利用数字化的方式实现商业目标才是最终目的。互联网保险机构优秀与否并不在于算法炫技，更重要的是能够深入业务场景，基于对业务的深度理解，将技术更好的运用服务于自身的业务目标，也就是回到保险科技的第一性原理，了解用户的需求本质。对保险公司而言，回归本质、聚焦风险保障、洞察用户风险需求，然后借用数字化技术为保险赋能，最后做到技术与业务充分融合，实现服务用户的最终目的。

图表55：保险科技投入与增速



3.3 后端-科技赋能

3.3.3 科技赋能实现降本增效

- 据麦肯锡的测算，现有保险公司数字化运营将对保险行业带来10%左右的成本下降。艾瑞咨询认为，2025年一家积极运用保险科技赋能的中型财产险企保守测算企业能够优化6.6%-8.9%的综合成本率。

图表56：科技赋能降本增效

科技赋能	作用	举例
精准营销	借助大数据技术从海量信息中清洗整理出有效信息，从而进行精准营销，降低用户获客成本、运营成本、人力成本，提升ROI。	<ul style="list-style-type: none">某公司促活运营活动，以1/2的成本激活用户1.6倍，最终转化率提升3.2倍。众安2020年双十一推出营销活动激发用户活跃度和购保需求期间通过众安保险APP的投保用户数同比增长247%，保费同比增长180%。
智能定价、核保、理赔	大数据实现从人定价，识别出优质客户并重点获取；通过大数据关联图谱分析及人工智能反欺诈，提高核保效率、逆选择投保行为，识别骗保行为，降低赔付成本	<ul style="list-style-type: none">众安智能核保模型年化减损2500万，智能理赔模型年化减损6000万，减低赔付率3%；平安产险通过“智能风控平台”实现多业务线、多流程风控能力的共享复用，并将其应用于理赔反欺诈等十多种业务场景，累计减损5.2亿元。
智能客服	使用智能客服、智能保顾介入到售前保险咨询、保险顾问，售后理赔服务，提升服务效率，替代传统人工，降低成本	<ul style="list-style-type: none">众安AI使用率85%以上，人工转接率下降36%，对用户保险需求识别率达96%。2020年上半年用户咨询量增长近150%，然而客服部门的人力成本仅增42%；平安通过AI技术赋能人工坐席，2020年AI坐席服务量达19.3亿次，同比增长41%，覆盖平安82%的客服总量；AI坐席产品销售规模覆盖47%的坐席产品销售规模。
流程线上化、自动化	线上投保、保单电子化降低行政费用	<ul style="list-style-type: none">2020年平安产险家用车客户线上自助理赔案件占家用车理赔案件总量的83%。平安寿险全年通过线上渠道办理的保全、理赔、服务咨询等业务占比近99%。智能客服已覆盖公司62%的服务场景，智能IVR巡航率达97%，促进在线运营效能提升108%；尊享e生90%用户实现在线理赔申请，最快可秒级赔付。

资料来源：公司年报，中信建投

4、案例分析：商业模式与战略定位

- 4.1 市场参与者
- 4.2 众安在线 (6060.HK)
- 4.3 Lemonade (LMND)
- 4.4 慧择保险 (HUIZ)
- 4.5 水滴公司 (WDH)

4、案例分析：商业模式与战略定位

➤ 4.1 市场参与者

(1) 保险公司——做保险

- 保险业务是核心，用户流量、产品创新、科技赋能都是围绕保险业务展开，最终要实现的是承保盈利。创造更多保费收入、降低赔付和费用、做好用户服务获取长期价值。

(2) 保险平台公司——做平台

- 核心是销售，向保险公司收取佣金收入，掌握客户流量是重点。中介公司要做好消费者和保险公司之间的链接器，掌握流量数据反向赋能保险公司。

(3) 保险科技公司——做赋能

- 业态主要是像保险公司提供数据、模型、解决方案、集成化的应用系统和管理平台、人工智能产品或服务，并获取相应的回报。技术是一方面，产品标准化以及收费模式至关重要。

传统保险公司



专业互联网保险公司



To A/B



To C



技术服务提供商



4.2 众安在线 (6060.HK)

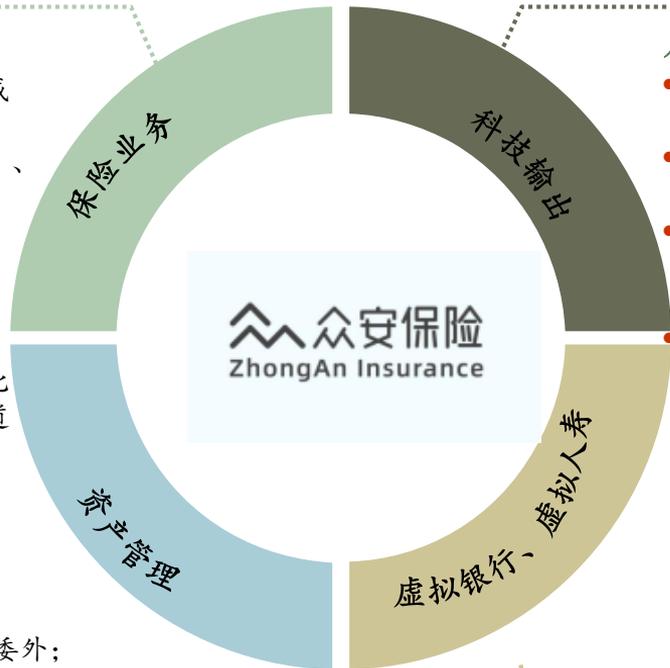
4.2.1 业务概览

核心主营业务

- **盈利模式:** 承保利润=已赚保费*(1-综合成本率)
- **业务生态:** 健康 (40%)、数字生活 (38%)、汽车 (13%)、消费金融 (8%)
- **主要险种:** 健康、退货运费、意外、保证、车险、信用、家财、货运、责任险等
- **特点:** 线上化、场景化、碎片化、创新性、科技化
- **关注指标:** 保费规模、增速、结构、自留比率; 综合成本率 (赔付率、费用率); 渠道结构 (自有平台占比); 其他如获客成本、客户数量、转化率、arpu值、AUM等

保险资金运用

- **盈利模式:** 投资收益=投资资产*投资收益率
- **目前情况:** 300+亿, 占总资产70%, 大部分委外; 固收40%, 权益+基金18%, 净/总投资收益率 3.5%/5.7%
- **关注指标:** 资产规模、资产配置、投资收益率



从自我赋能到对外输出

- **盈利模式:** 授权费、技术服务费、其他 SaaS 模式
- **核心产品:** 1) 业务增长系列; 2) 业务生产系列; 3) 业务基建系列
- **目前情况:** 2020年3.65亿收入, +35.4%, 客户75家, 新增39家, 回购率65%; 未来收入增速超过保险业务
- **关注指标:** 收入及增速、研发投入、收费模式、客户合作情况、回购率

香港地区拓展创新业务

- **ZA Bank:** 用户超22w, 吸收存款60亿, 发放贷款6.5亿元; 获得虚拟人寿代理牌照; 增长快速, 但还在发展初期
- **ZA Insure:** 普惠性质线上保险, 4款产品一人寿保、癌症保、心中保以及个人意外保, 件均低, 保费增长快。

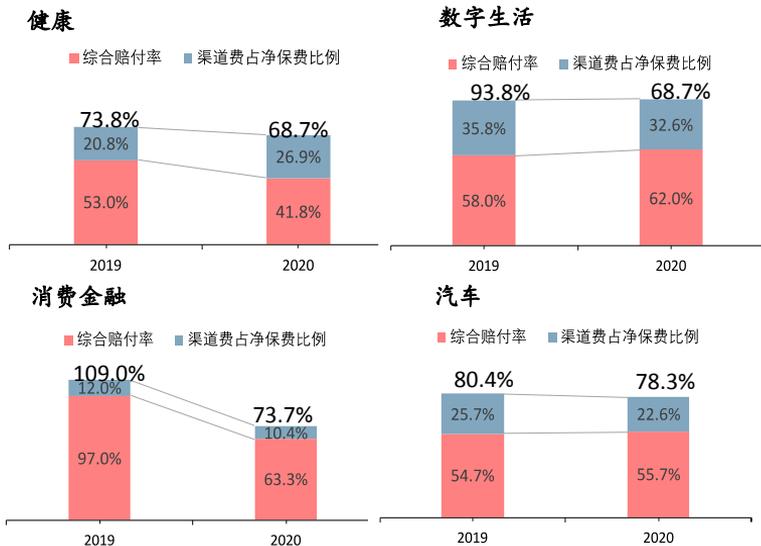
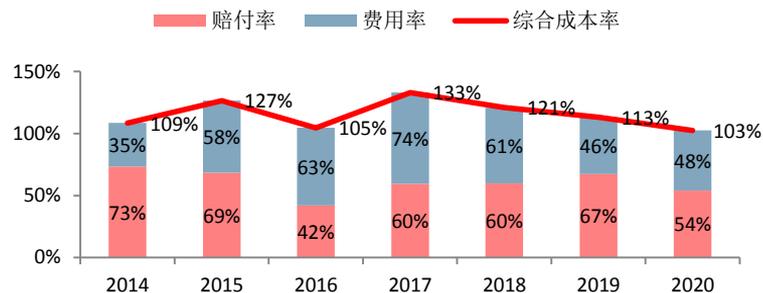
4.2 众安在线 (6060.HK)

4.2.2 亮点1: 保险业务有质量增长

围绕保险产品的生态布局



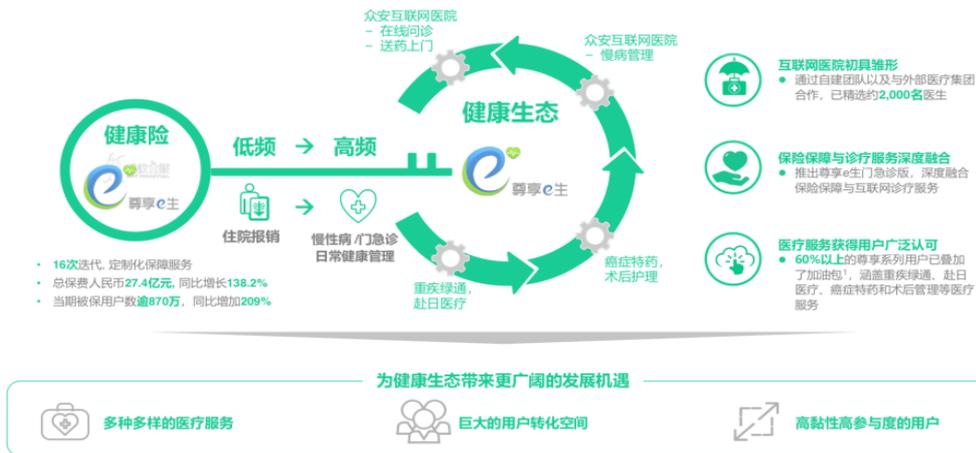
图表57: 众安保险成本率情况



4.2 众安在线 (6060.HK)

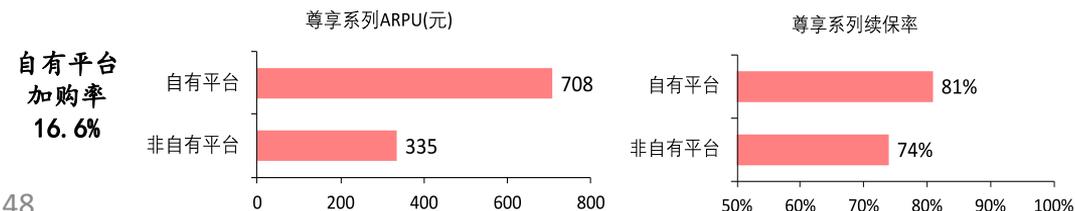
4.2.3 亮点2: 以保险为切入点涉足大健康产业

图表58: 众安健康生态布局



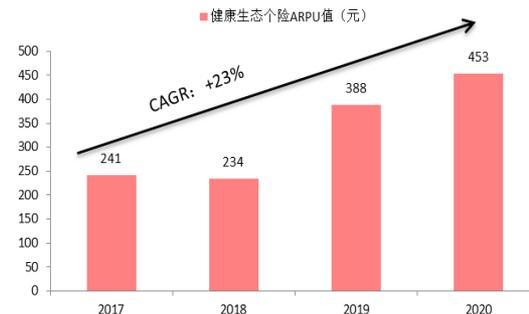
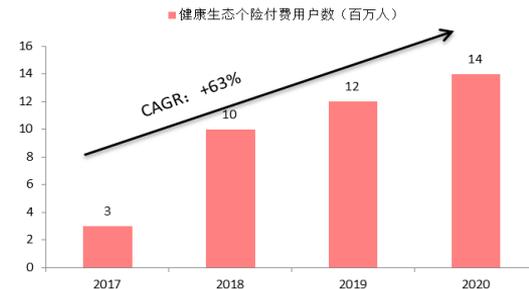
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表60: 尊享系列ARPU值及续保



资料来源: 公司公告, 中信建投

图表59: 众安健康生态客户数及ARPU值



资料来源: 公司公告, 中信建投

4.2 众安在线 (6060.HK)

4.2.3 亮点3: 科技业务从自我赋能走向对外输出

1.0

云端系统

2.0

开放平台

3.0

科技输出

保险行业数字化转型中的痛点

完整的科技输出产品体系

获客流程线上化



用户画像构建



数字化IT架构搭建



高质量人才培养



业务增长系列

- ✓ 智能营销平台X-Man
- ✓ 用户增长平台X-Magnet



业务生产系列

- ✓ 数字化保险核心系统
- ✓ 数字化保险平台系统
- ✓ 保险中台(本地版、SaaS化版本)



业务基建系列

- ✓ 可视化回溯系统
- ✓ 系统智能运维
- ✓ 信息安全产品



图表61: 众安科技业务收入增长 (亿元)



包含智能营销平台、用户增长平台的业务增长系列，帮助保险及经代公司打造可持续的营销闭环，一站式实现用户与收入的快速增长

基于云端的分布式核心系统（针对保险公司的数字化核心系统Graphene与针对互联网平台的数字化保险平台系统Fusion），保险中台（包括本地版和SaaS化版本）

包含系统安全存储计算、系统智能运维、信息安全产品的业务保障系列，使得客户在快速开展业务时也能获得稳定、安全、合规的保障服务

4.2 众安在线 (6060.HK)

4.2.4 亮点4: 香港地区创新业务: 虚拟银行与虚拟人寿

图表62: 众安虚拟银行与虚拟人寿业务

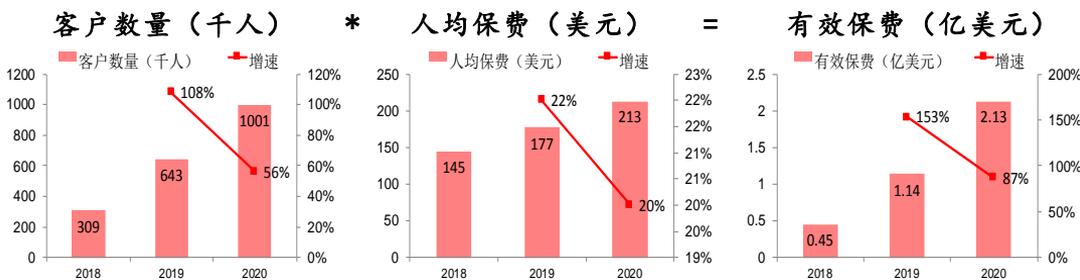


4.3 Lemonade, Inc. (NYSE:LMND)

4.3.1 业务概览

- 公司保费、客户规模快速增长，赔付率有所下降。

图表63: Lemonade客户规模、保费收入



- 公司处于业务扩张阶段，收入快速增长，亏损有所扩大。

图表64: Lemonade总收入和净亏损



- 逐步推出高性价比产品，交叉销售促保费增长

- 宠物险产品于2020年7月推出，截至2020年底，宠物险保单约占有效保单的**6%**
- 宠物保险保单的每位客户的保费比房客和房主保单的每位客户的保费高出一倍以上
- 自推出宠物险以来的六个月中，在34个州向新客户销售的宠物保险的增长速度比2016年在纽约推出的房主和房客保险的增长快了**9倍**

- 约有50%的宠物险保单出售给新客户，其中约5%的宠物保单已添加了房客或房主保单



- 其余约50%的宠物保险保单出售给现有客户
- 平均每位客户保费增长了4倍，几乎没有或没有增加的客户获取成本 (CAC)

核心产品



房客家财险



房东家庭财产险



宠物险



寿险



中信建投证券
CHINA SECURITIES

4.3 Lemonade, Inc. (LMND)

4.3.2 亮点1：“自有保险+比例再保险”结构布局

- 再保险业务的结合使公司资本充足并拥有可预测且不断增长的毛利率

- 再保险业务的结合使公司资本充足并拥有可预测且不断增长的毛利率
- 截至2020年末，比例再保险覆盖了公司业务的75%，即将75%的保费收入转移给再保险公司。其中再保险公司还会给予25%的佣金作为固定费率。固定费率使毛利率不受索赔波动的影响，同时极大地提高资本效率。
- 再保险结构将大部分盈余资本要求转移给了再保险公司，从而使公司的预期资本盈余比率提高到大约7:1（美国和欧盟监管法律规定为2:1）

图表65: Lemonade毛利测算

总保费	收入	成本	毛利率
再保险75%	佣金: 75%*25%	赔付: 25%*75% 其他: 7%	约18%
自留25%	保费: 25%		

资料来源：公司年报，中信建投

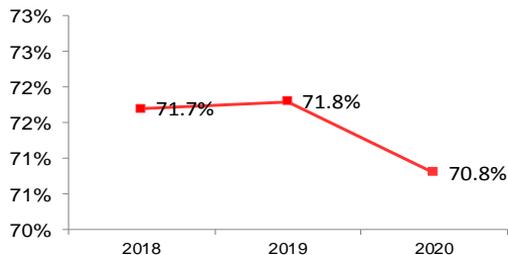
- 非比例再保险：优化毛利率
- 在固定费用周围保留零“摆动空间”将保证其稳定性，但会阻止公司从不断提高了的损失率中获利。任何提高利润率的空间也会给业务带来更多的波动性
- 为了平衡对增长和稳定的毛利率的需求，公司对剩余的再保险进行结构调整，以使毛利率的波动在很大程度上得到控制（但不能完全消除）
- 将非比例再保险合同与比例再保险合同结合，旨在确保公司为任何一项索赔支付的最高金额不太可能超过\$125,000。

4.3 Lemonade, Inc. (LMND)

4.3.3 亮点2: 慈善商业模式增强业务稳定性

- 产品设计结合行为科学和社会心理学原理，赔付率有所下降

图表66: Lemonade赔付率在2020年小幅下降



优势

- 利用心理学原理增加客户骗保的负罪感，一定程度阻止欺诈行为
- 降低总体赔付率，提升运营效率。

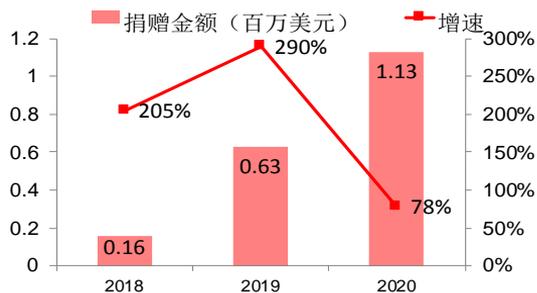
资料来源: 公司年报, 中信建投

捐赠流程

- ✓ 客户购买保单后，从公司预先核查挑选的慈善机构清单中选择1家慈善机构，选择相同慈善机构的客户被归为同一群组；
- ✓ 公司将留存收入用于支付理赔及固定费用之外部分，捐赠给投保人指定慈善机构
- ✓ 公司以年为单位核算每个群组赔付率，赔付率超过40%的群组指定慈善机构通常不会获得捐赠。

- 透明化捐赠提升品牌形象，吸引高质量客户

图表67: 历年捐赠金额



资料来源: 公司年报, 中信建投

图表68: 部分获捐赠机构



资料来源: 公司官网, 中信建投

- 公司通过捐赠机制使运营方式透明化
- 增强与客户间信任，提升对高质量客户吸引力，同时满足客户公益需求
- 公司2020年向34个慈善组织捐赠113万美元，约占公司总保费1%

4.3 Lemonade, Inc. (LMND)

4.3.4 亮点3: 人工智能重塑保险业务模式

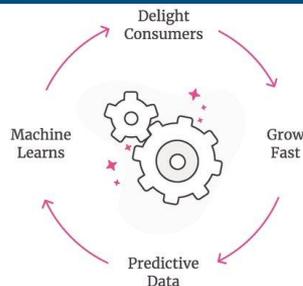
人工智能平台处理整个过程只需几秒钟

- 废除传统保险代理人, 科技赋能保险业务全流程

“ 90秒完成投保, 3分钟完成理赔 ”

- Lemonade完全依靠线上获取客户、完成投保、保单查询和理赔, 最大化缩短理赔过程, 并去除传统保险代理人, 以帮助客户和公司节省支出, 为客户提供更优质的体验

图表69: Lemonade商业闭环



传统保险公司投保流程

(例: 购买财产保险的租客搬家并向保险公司申报)

- ✓ 取消租客的现有保单
- ✓ 评估新住址的风险
- ✓ 将原保单转移到新保单、
- ✓ 为新保单定价
- ✓ 处理客户付款
- ✓ 通过电子邮件将新保单发送给客户

- 完善产品设计, 吸引年轻消费者主动管理风险

资料来源: 公司招股书, 中信建投

图表70: 70%的人年龄在35岁以下



完善产品设计

- 更新传统的复杂陈旧的房屋保险条款, 保险选择更贴合年轻用户的使用偏好
- 为用户设置灵活的保障额度选择以及保障额度自主调整权, 使年轻用户对于自己的保险保障有了更加直观感受

引导用户主动管理风险

- 用户以往被动的保险需求逐步转变成为了主动的风险管理。
- 用户风险意识的提升将有助于其更好的管理风险, 继而降低赔付率, 形成良性循环。

资料来源: 公司招股书, 中信建投

4.4 慧择保险 (HUIZ)

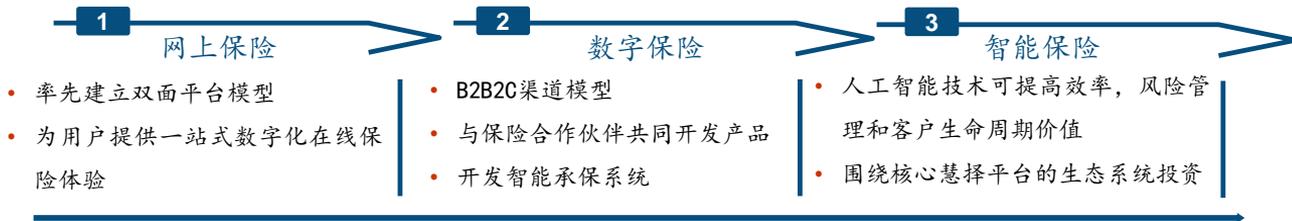
4.4.1 公司定位：互联网保险专业代理销售平台

图表71：慧择保险主要运营模式

- “双引擎”、“一体化”：
 - 与保司合作延伸至产品开发：为合作的保险公司提供产品开发、智能承保和风险管理解决方案，帮助保险公司增加销售额、提高效率并开拓潜在利润。构建了“产品—服务—渠道”一体化一站式服务，包括前端产品，到综合获客，再到后端服务
 - 为客户提供产品挑选与理赔服务：为客户在线提供产品推荐、保险咨询、智能核保、保单在线交易、协助理赔等服务。产品以长期险种为主。



图表72：慧择保险发展历程



资料来源：公司资料，中信建投

4.4 慧择保险 (HUIZ)

4.4.2 销售渠道：B2B2C

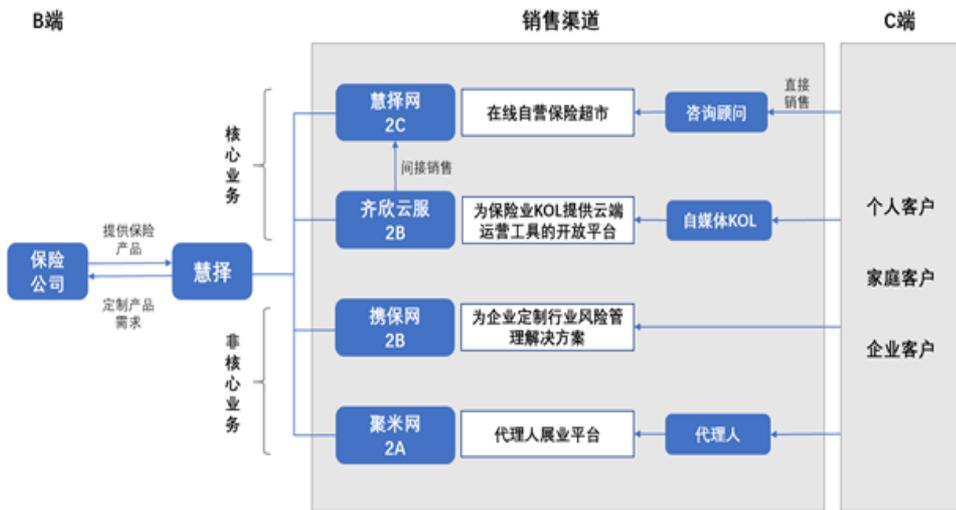
● 2C方面

- 提供保险产品并组合销售，从而累积用户数据，形成用户画像
- 为客户个性定制贴合需求的产品，从而形成良好的口碑，促进C端用户增长

● 2B方面

- 为特定场景提供保险解决方案
- 以自媒体平台上的大V作为销售保险的渠道
- 为保险公司、中介公司及保险销售渠道等提供信息化服务

图73：慧择保险B2B2C



资料来源：公司资料，中信建投

4.4 慧择保险 (HUIZ)

4.4.3 收入模式及财务情况

(1) 收入：佣金为主，促成保费快速增长

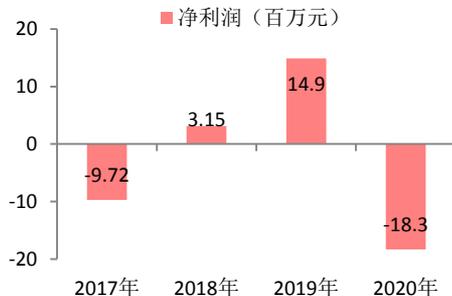
- **保费规模：**2017年至2020年，慧择促成保费规模6.18亿、9.41亿、20.14亿及30.2亿，增速超行业。
- **营业收入：**2020年营业总收入12.2亿元，其中经纪业务收入12.15亿元，/GWP=40%，/FYP=78%。
- **业务结构：**寿险健康险占比96%，其中长期健康险占比78% (2019)

- **渠道结构：**直销佣金收入占比24.7%，间接佣金收入占比74.5%

(2) 营业成本：投入加大，成本率上升

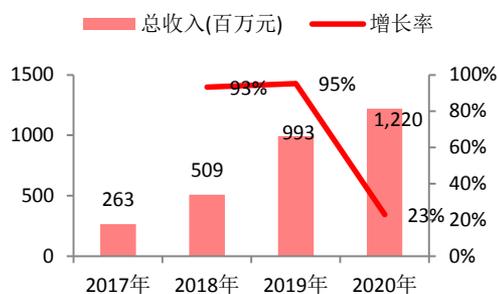
- **营业成本率：**2018-2020年分别为62.2%、63.4%、66.7%，上升趋势。

图74：慧择保险净利润



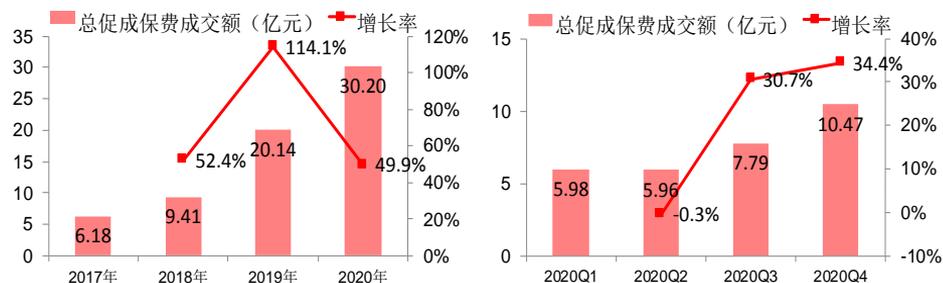
资料来源：公司官网，中信建投

图75：慧择保险营业总收入



资料来源：公司官网，中信建投

图76：慧择总促成保费成交额 (年度与2020年季度)



资料来源：公司官网，中信建投

中信建投证券
CHINA SECURITIES

4.4 慧择保险 (HUIZ)

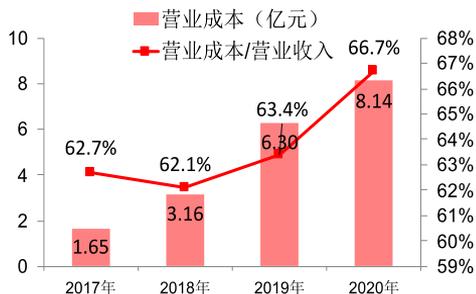
(3) 期间费用：销售费用率略增，行政费用率下降

- 销售费用率：2018-2019下行，2020年回升，分别为18.6%、16.6%、18.9%
- 行政费用率：2018-2020年分别为9.1%、16.3%、12.3%
- 研发费用率：2017年公司研发费用率高达19%，自2018年后整体低于5%。2018-2020年则分别为4.9%、3.4%、4.0%

(4) 成本驱动收入，盈利能力尚不稳定

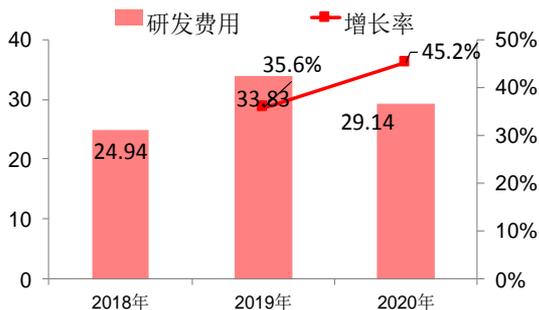
- 2018年慧择第一次实现利润的扭亏为盈。2020年成本增加转亏。营业成本增加1.84亿元，营业成本率上升3pct.至66.7%。
- 2018-2020年公司综合毛利率分别为36.7%、37.4%、36.4%、37%，净利率分别为0.6%、1.5%、-1%。

图77：慧择营业成本率



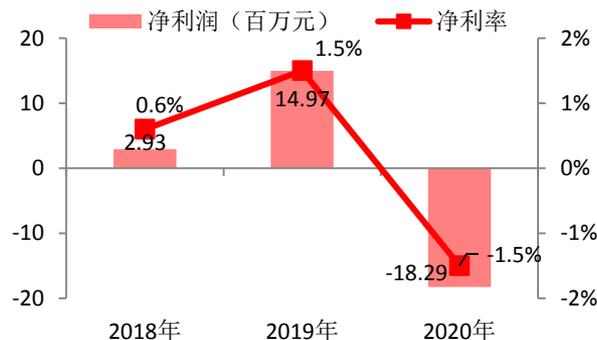
资料来源：公司官网，中信建投

图78：慧择研发费用（百万元）



资料来源：公司官网，中信建投

图79：慧择净利润和利润率



资料来源：公司官网，中信建投

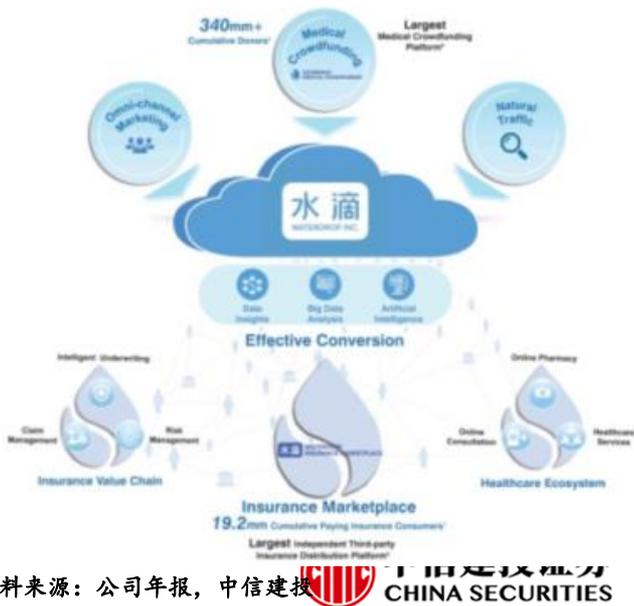
4.5 水滴公司 (WDH)

4.5.1 公司定位：领先的保险和医疗健康服务技术平台

● “众筹+保险+健康管理” 闭环

- **水滴筹**: 面向重病患者的线上免费筹款平台，通过社交裂变获取流量，培养用户保险意识和信任。国内筹资额第一的医疗筹款平台。通过构建众筹+互助场景增强用户参与度、进行用户保险教育，培养用户正确的投保理念，进而将用户有效转化为水滴保的保险消费者。
- **水滴保**: 独立第三方保险平台，为保险公司提供产品在线销售渠道，以保险公司的佣金作为最主要收入来源。目前，水滴保与 62 家险企合作，销售 200 余款健康险、寿险产品，大部分产品共同设计，短期险为主。
- **水滴健康**: 探索“药+险”模式，推出综合药品福利平台——水滴好药付，对于健康体上线在线医疗

图81：水滴平台模式



图表80：水滴公司发展历程



4.5 水滴公司 (WDH)

4.5.2 运营模式：聚集流量、保险变现

- **多渠道流量来源**
- **水滴筹+水滴互助：**内部流量是水滴公司非常重要且独特的获客来源，近三年FYP贡献度约85.1%、35.4%、16.6%来。此来源的保险消费者往往保险意识更强，而且对水滴平台的内容和产品有着更强烈的兴趣。众筹互助业务引流的获客成本较低，是公司获客的一大优势。
- **第三方流量：**为了多样化获客渠道、拓展客群，水滴与其他第三方流量渠道合作以扩大保险消费者基础。近三年FYP贡献度大约1.9%、34.8%、44.9%。
- **自然流量+回购：**品牌吸引的自然流量以及现有客户的复购，都有助于FYP的增长。2020年，31.9%的短期险和86.1%长期险的FYP都来自于“回头客”，比2019年的比例26.5%、83.6%有所增长。

表82：FYP的流量来源结构

FYP流量来源	2018		2019		2020	
	百万元	%	百万元	%	百万元	%
内部流量	828	85.1	2362	35.4	2393	16.6
医疗众筹	452	46.5	1533	23.0	1872	13.0
互助平台	376	38.6	829	12.4	521	3.6
第三方流量渠道	18	1.9	2321	34.8	6474	44.9
自然流量和复购	126	13	1985	29.8	5559	38.5
Total	972	100	6668	100	14426	100

资料来源：公司公告，中信建投

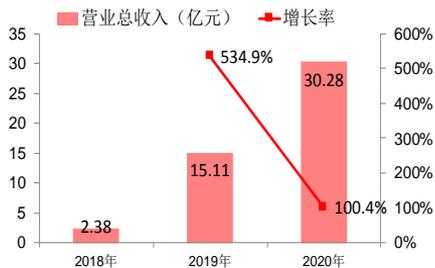
4.5 水滴公司 (WDH)

4.5.3 收入模式及财务情况

(1) 收入：经纪业务为主，收入指数级增长

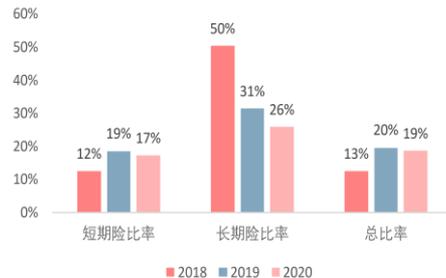
- **收入高增：**2018年至2020年，水滴公司实现营收2.38亿元、15.11亿元、30.28亿元，年化复合增长率为257%，2020年同比增长100.4%
- **保险佣金收入为主：**2020年水滴保首年保费收入超过人民币144亿元，累计服务7,940万保险客户，累计付费保单3,070万张。水滴保收入2018-2020为1.22、13.08、26.95亿元，占比89%。
- **短险为主，长险快速增长：**短险FYP占比83%、佣金占比76%，佣金率17%；2020年长险FYP同比+356.4%至25.1亿元，佣金占比提升至24%，首年佣金率26%；2018至2020年单用户贡献分别为590.1、859.1、1143.2元。

图83：水滴公司营业总收入（亿元）



资料来源：公司招股书，中信建投

图85：经纪业务收入/FYP



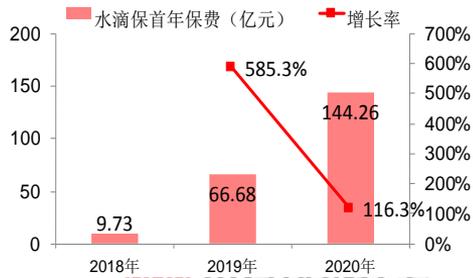
资料来源：公司招股书，中信建投

图84：水滴公司EBITDA亏损金额及亏损率（亿元）



资料来源：公司招股书，中信建投

图86：水滴保近三年首年保费收入（亿元）



资料来源：公司招股书，中信建投

4.5 水滴公司 (WDH)

(2) 高成本费用投入获客

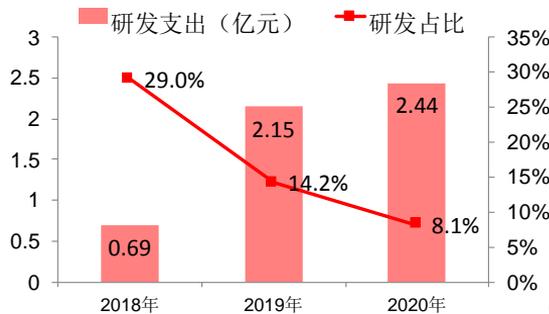
- **运营成本：**2018-2020年，水滴营业成本费用占净营业收入的比例分别为179.0%、112.9%、116.4%，呈现经营亏损状态。运营成本/净营收占比从19.3%上升至24.5%。
- **销售费用：**2018年至2020年，水滴的营销费用分别为1.85亿元、10.58亿元、21.31亿元，占净营业收入的比例分别为77.7%、69.9%、70.4%，营销费用/FYP约为15%。
- **研发费用：**水滴公司持续加大研发投入，2018-2020年各为0.69、2.15、2.44 亿元，2020 年占净收入 8.1%。公司拟将IPO募集资金用于加强健康服务和健康保险业务建设、数据分析和技术基础设施研发投入、深化与医疗机构的合作关系
- **净亏损**分别为2.09亿元、3.22亿元以及6.64亿元，三年合计亏损11.946亿元

图87：水滴公司营销费用支出（亿元）



资料来源：公司招股书，中信建投

图88：水滴公司研发支出及占比



资料来源：公司招股书，中信建投

5、投资建议及风险提示

● 投资建议

互联网保险处于健康蓬勃发展时期，增速高于行业、渗透率持续提升；互联网保险行业保费规模增长空间充足，主要驱动来自用户线上化、保险产品线上化、创新产品拓宽市场、以及客户ARPU值的提升。我们基于以上逻辑中性假设条件下测算互联网保险渗透率2025年有望达到10%。

从业务链条的角度切入，我们认为互联网保险（平台）各个业务环节的核心分别是“前端-销售”“中端-产品+服务”“后端-科技赋能”，从投资的角度看，要认清各类机构的业务模式、战略定位、以及在业务链条中所处的环节，以此判断在核心要素中是否具备竞争优势。我们横向对比众安在线、Lemonade、慧择保险、水滴公司，对公司业务模式、核心亮点、财务情况进行分析，总结出各公司的共同点与差别，理顺投资逻辑。

● 风险提示

部分险种结构性调整拉低互联网保险总体保费增速，当前互联网保险公司对第三方流量平台具有一定依赖性，线上流量价格上涨使得公司销售费用增长。

分析师介绍

赵然 | 非银金融&前瞻研究组首席分析师

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士。上海交通大学金融科技行研团队成员。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融IT系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6年证券研究的工作经验。2018年wind金融分析师（金融工程）第二名2019年、2020年Wind金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名
电话：13671946838（微信）邮箱：Zhaoran@csc.com.cn

王欣 | 保险行业研究员

南开大学硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，任非银行金融组分析师，专注于保险领域研究，曾就职于保险集团公司董办，具备相关行业经验。2019年/2020年Wind金融分析师（非银金融）第四名/第一名、2020年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名团队成员。
电话：18518181321（微信） 邮箱：wangxinyf@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
中性		相对涨幅-10-10%之间	
弱于大市		相对跌幅10%以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2106
室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心
B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csc.hk