

保险

2021年06月08日

流量为矛，服务为盾，科技打造核心壁垒

——互联网保险行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（联系人）

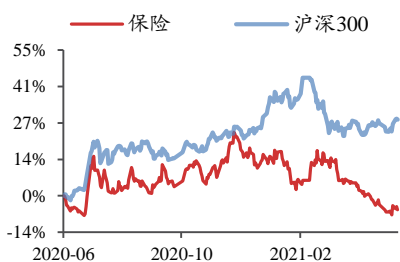
gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120100011

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《上市保险公司4月保费收入数据点评-新业务保费持续承压，后续关注增员及转型进展》-2021.5.16

《保险行业2021中期投资策略-供需两端拖累负债增长，关注代理人转型进展》-2021.5.8

《上市保险公司2021年1季度业绩综述-2021Q1高开低走，后续关注代理人质态提升进展》-2021.5.2

● 拥有流量、技术及服务优势的企业或领跑市场

中国平安互联网流量显著优于同业，且在互联网人身险市场上处于第二梯队，科技优势明显，叠加寿险改革转型已进入全国推广期，线下渠道代理人质量、产能有望改善，或将领跑传统大型险企。众安在线为互联网财险规模市占率第一企业，布局五大生态圈（不合并生活消费及航旅），在场景化保险及互联网健康险占据先发优势，科技应用能力已有展现及积淀，后续或借助品牌优势及规模效应进一步提升市占率。慧择专注互联网保险经纪，为客户提供长周期全方位的保险配置、管理、保障服务，市场营销策略针对其潜在客户，未来或凭借良好口碑进一步提升市场份额。短期看，受新冠疫情迟滞影响及重疾险需求释放的共同作用下，2021年上半年呈现高开低走，全年或维持弱复苏态势。长期看，各家传统险企均已着手升级代理人队伍，提升客户触达效率，互联网保险有望进一步提升民众保险保障意识，推荐线上线下均具备优势的中国平安，受益标的众安在线、慧择。

● 随着创新技术积聚及监管办法完善，我国互联网保险或步入蓬勃增长阶段

我国互联网保险自1997年萌芽开始，可将其分为4个阶段。我国互联网保险自1997年萌芽，受制于当时的技术及关注度，互联网保险仅在有限范围内起到宣传作用，无法实现购买及理赔等行为。2001年，互联网保险进入探索阶段，网上购物的兴起为互联网保险提供了发展空间，多家保险中介公司试图通过互联网形式打破传统险企垄断局面。2013年，众安在线成立，互联网保险实现线上全流程经营，基本经营模式建立，传统保险公司采用多种方式开展互联网保险业务。2017年以来，大量互联网创新技术积聚，相关监管办法陆续完善，我国互联网保险或进入蓬勃增长阶段。

● 互联网保险商业模式核心在于流量优势、保险服务能力及科技应用能力

水滴、慧择属于互联网保险经纪公司，众安在线则属于专业互联网财产险公司。水滴-历经五年，打造互联网最大独立第三方保险分销平台：水滴通过水滴保、水滴筹、水滴互助获取自有流量，并逐年加大第三方外部流量导入，通过转化实现保险分销，2020年FYP达144亿元，累计付费保单3070万张。慧择-专注保险经纪业务的互联网桥梁：慧择目标客户群体为年轻、保险需求萌芽、保险意识较强且具有自我管理意识的用户，通过客户自发或KOL导流进入慧择平台，为客户在其超千种产品库中挑选匹配的产品，从而建立信任关系，增加客户黏性，使其成为长期客户，截至2020年底，累计已为680万名客户提供保险经纪服务。众安在线-从互联网财险到扬帆起航的全能保险科技平台：众安在线最初通过与我国互联网生态系统领先公司合作，通过将保险嵌入互联网消费场景，为客户提供创新型产品及解决方案，众安在线业务布局五大生态圈，健康生态随投入及市场需求发展逐渐成长为第一大业务生态，2020年保费收入66亿元，占比39.5%。

● **风险提示：**经济复苏不及预期；保险需求超预期减弱；互联网保险监管超预期收紧。

目 录

1、 我国互联网保险蓬勃发展，涌现多家代表企业.....	5
1.1、 国内互联网保险或已进入蓬勃增长阶段.....	5
1.2、 互联网健康险或为发展动能.....	7
1.3、 互联网保险代表企业上市前均经过多轮融资.....	8
1.4、 科技+互联网赋能传统保险或为投资热潮原因.....	10
2、 互联网保险商业模式可分为保险经纪公司与保险公司.....	11
2.1、 水滴-互联网最大独立第三方保险分销平台.....	11
2.2、 慧择-专注保险经纪业务的互联网桥梁.....	15
2.3、 众安在线-从互联网财险到扬帆起航的全能保险科技平台.....	18
2.4、 不同互联网保险商业模式均需依靠流量.....	23
3、 我国互联网保险监管不断完善.....	27
3.1、 互联网保险监管框架已经形成.....	27
3.2、 互联网保险监管或持续趋严.....	29
3.3、 互联网保险为传统险企带来挑战与机遇.....	29
4、 传统险企顺应潮流，应对互联网保险带来变化.....	32
4.1、 现状：互联网保险渗透率稳中有升，传统险企采取跟随策略.....	32
4.2、 合作：接入互联网生态，与互联网中介及生态构建者开展合作.....	34
4.3、 借力：科技赋能，管理、经营线上化.....	36
4.4、 应对：差异化产品+服务抵御互联网标准化产品冲击.....	37
5、 投资建议.....	38
6、 风险提示.....	42

图表目录

图 1： 我国互联网保险自 1997 年萌芽以来，经 10 余年发展或将进入蓬勃增长阶段.....	7
图 2： 互联网人身险自 2018 年后恢复增长态势.....	7
图 3： 互联网健康险规模逐步提升.....	7
图 4： 互联网人身险自 2018 年后恢复增长态势.....	8
图 5： 互联网非车险占比逐渐提升.....	8
图 6： 众安在线、慧择、水滴业务模式各具特色.....	10
图 7： 水滴通过水滴保、水滴筹、水滴互助及第三方渠道流量带动保险产品分销，实现代销佣金收入.....	12
图 8： 自然流量、第三方渠道为水滴当前主要流量来源.....	13
图 9： 第三方渠道流量来源 FYP 贡献占比逐年提升明显.....	13
图 10： 经纪业务收入带动水滴营业收入逐年提升.....	13
图 11： 2020 年水滴经纪业务收入占比接近 90%.....	13
图 12： 长期险经纪业务贡献占比逐年提升.....	14
图 13： 长期险老客户复购贡献率 86.1% 远高于短期险.....	14
图 14： 长期险、短期险佣金率差距逐年缩窄.....	14
图 15： 水滴营业收入及支出同步逐年增长.....	15
图 16： 销售及营销费用占营业支出比例逐年提升.....	15
图 17： 销售及营销费用 2020 年同比增速超 100%.....	15
图 18： 用户获取及品牌建设费用占比销售费用超 80%.....	15

图 19: 慧择构建保险公司与客户间桥梁, 专注互联网保险经纪业务	16
图 20: 佣金收入占慧择营收比例接近 100%	17
图 21: 慧择人身险保费规模远高于财产险	17
图 22: 测算估算营业成本受渠道费用带动快速增加	17
图 23: 营业成本及销售费用同比高于营业收入	17
图 24: 慧择销售、市场及培训类员工人数明显提升	18
图 25: 众安在线通过与渠道合作及自营网站直销方式经营互联网财险业务	19
图 26: 健康生态逐渐成为众安在线主要保费来源	20
图 27: 健康险及退货运费险为众安在线当前两大保费来源	20
图 28: 2020 年健康生态赔付率 41.8%, 优于其他生态	21
图 29: 消费金融渠道费用率优于其他生态	21
图 30: 众安在线综合成本率连续 3 年下降	21
图 31: 众安在线收入及支出同步增长	22
图 32: 众安在线 2020 年实现上市后首次盈利	22
图 33: 已赚保费为众安在线营业收入主要来源, 2020 年占比 87.7%	22
图 34: 已产生赔款净额及业务及管理费用为众安在线主要营业支出	22
图 35: 主要营业支出分拆占已赚保费比例不断收窄	23
图 36: 水滴、慧择营收以经纪业务收入为主	24
图 37: 众安在线 2020 年营收远超水滴、慧择	24
图 38: 水滴第三方流量贡献 FYP 占比不断提升	25
图 39: 众安在线自有平台贡献健康生态保费占比提升	25
图 40: 2020A 水滴每 1 元 FYP 获客成本为慧择 2.65 倍	25
图 41: 水滴经纪业务获客成本显著高于慧择	25
图 42: 慧择间接营销渠道费用率波动较小	26
图 43: 众安在线渠道费用率呈下降趋势	26
图 44: 超半数被调研人群知道支付工具 (微信钱包、支付宝) 及保险公司官方平台可以购买互联网保险	26
图 45: 互联网保险监管框架从无到有, 强调持牌经营, 在严防风险的情况下引导业态健康长久发展	29
图 46: 互联网人身险第三方渠道占比超 80%	30
图 47: 上市险企仍以代理人及银保渠道为主要业务渠道	30
图 48: 互联网保险行业渗透率稳中有升	30
图 49: 互联网人身险第三方渠道占比超 80%	30
图 50: 互联网财险第三方渠道占比不断提升	31
图 51: 慧择 2019 年 9 月合作 KOL 超 1.6 万个	31
图 52: 互联网保险渗透率总体呈稳步上升态势	32
图 53: 2020 年传统大型险企在人身险市场仍占据较大份额	33
图 54: 2020 年水滴整体代销费率为 18.7%	34
图 55: 传统大型险企选择与慧择等互联网经纪公司合作	34
图 56: 传统大型险企选择与水滴等互联网经纪公司合作	34
图 57: 微保选择多家保险公司作为其保险产品供应商	35
图 58: 蚂蚁选择多家大型险企作为产品供应商	35
图 59: 航旅意外险可有效嵌入航旅购买场景中	35
图 60: 保险公司自营平台保费贡献占比逐渐提升	36
图 61: 平安人寿官网流量显著高于其他保险公司	36
图 62: 疫情推动代理人展业模式向线上化迁移	36
图 63: 中国平安通过科技赋能实现降本增效	37

图 64:	互联网健康险占人身险比重不断提升.....	37
图 65:	健康保险中低件均报销型医疗险占比超 60%	37
图 66:	互联网财产险以低件均意健险为主.....	38
图 67:	平安人寿官网流量远超第 2-第 10 名	39
图 68:	中国平安互联网人身险市占率紧跟第一梯队.....	39
图 69:	中国平安多项科技专利全球第一	39
图 70:	众安在线 2020 年互联网财险市占率第一.....	40
图 71:	众安在线自有平台贡献保费占比逐年提升.....	40
图 72:	慧择客户数量稳步增长	40
图 73:	慧择上线产品数量总计接近 2000 款.....	40
表 1:	1997-2000 年我国互联网保险模式初现	5
表 2:	2001-2011 年, 互联网保险市场出现细分模式	5
表 3:	2012-2016 年, 传统险企及纯互联网保险企业相继加速发展互联网保险业务.....	6
表 4:	2017 年至今, 互联网创新技术及业务模式飞速发展, 互联网保险未来可期.....	6
表 5:	众安在线于 2013 年 10 月成立, 并于 2017 年实现港股上市	8
表 6:	慧择于 2006 年正式创立, 专注于互联网保险经纪业务.....	9
表 7:	水滴于 2016 年成立, 独特业务模式吸引多轮投融资.....	9
表 8:	水滴历经 5 年时间实现美国上市	11
表 9:	水滴 2020 年为互联网最大独立第三方保险分销平台	12
表 10:	慧择于 2006 年开始运营在线保险业务, 2020 年实现纳斯达克上市	15
表 11:	慧择 2019 年 9 月底合作社交媒体流量主 16,500 个.....	16
表 12:	慧择人身险手续费率高于财产险手续费率.....	17
表 13:	众安在线成立 4 年实现港股上市, 并通过设立子公司形式布局科技、银行等业务.....	18
表 14:	众安在线股东为知名互联网及保险企业, 具备互联网保险基因	19
表 15:	2020 年众安在线营业收入主要来源为保险业务, 占比为 96.1%.....	20
表 16:	水滴、慧择主要通过互联网经营保险经纪业务, 而众安在线则经营互联网财产险及健康险	23
表 17:	慧择通过以社交媒体意见领袖合作获取客户	25
表 18:	水滴 2020 年向腾讯支付 1.87 亿元市场营销费用, 占比市场营销费用 10.7%.....	26
表 19:	监管办法陆续发布, 互联网保险走向专业化和规范化.....	27
表 20:	互联网保险监管框架初步成型, 防风险、回归保障为重心.....	27
表 21:	《互联网保险业务监管办法》发布, 进一步强化持牌经营理念.....	28
表 22:	传统大型保险公司互联网保险市场市占率处于第二梯队.....	32
表 23:	“老六家”传统头部险企均已上线健康及养老服务, 建立相对竞争优势	38
表 24:	水滴估值略高于慧择	41
表 25:	众安在线估值高于传统财险公司	41
表 26:	受益标的估值表	41
表 27:	受益标的估值表	41
表 28:	受益标的估值表	42

1、我国互联网保险蓬勃发展，涌现多家代表企业

1.1、国内互联网保险或已进入蓬勃增长阶段

我国互联网保险自 1997 年萌芽开始，可将其分为 4 个阶段。我国互联网保险自 1997 年萌芽，受制于当时的技术及关注度，互联网保险仅在有限范围内起到宣传作用，无法实现购买及理赔等行为。2001 年，互联网保险进入探索阶段，网上购物的兴起为互联网保险提供了发展空间，多家保险中介公司试图通过互联网形式打破传统险企垄断局面。2013 年，众安在线成立，互联网保险实现线上全流程经营，基本经营模式建立，传统保险公司采用多种方式开展互联网保险业务。2017 年，大量互联网创新技术积聚，相关监管办法陆续完善，互联网保险或将进入蓬勃增长阶段。

(1) 萌芽期（1997-2000 年）

互联网保险模式初现，网站仅在有限范围内起宣传作用。1997 年，中国第一家保险网站“中国保险信息网”成立，中国传统保险业正式开启创新性互联网模式。在此期间，一些保险公司上线自有网站、开发规模式网络化互联网产品。但受限于技术和关注度，客户无法在网站上完成全套理赔流程，网站仅在有限范围内起宣传作用。

表1: 1997-2000 年我国互联网保险模式初现

阶段	涉及主体	主要业务模式	发展特点
萌芽期 (1997-2000 年)	1997 年，中国第一家保险网站“中国保险信息网”成立	保险知识、咨询共享	互联网和电子商务市场不成熟，互联网保险关注度和认可度低，处于起步阶段

资料来源：原保监会、银保监会、开源证券研究所

(2) 探索期（2001-2011 年）

互联网保险市场出现细分，传统保险垄断格局受到影响。在此期间，部分传统保险公司尝试于互联网开展意外险在线投保业务，并对官网进行改版升级。2004 年 11 月，明亚保险经纪公司成立；2008 年 8 月，大童保险经纪公司宣布成立。同年，网上购物的兴起扩大了互联网保险的发展空间，打破了保险业线下展业的传统。在此阶段，互联网保险公司电子商务保费规模相对较小，但整体呈上升态势。

表2: 2001-2011 年，互联网保险市场出现细分模式

阶段	涉及主体	主要业务模式	发展特点
探索期 (2001 年-2011 年)	2004 年 11 月，明亚保险经纪有限公司成立	线上+线下模式，以线下为主	网上购物兴起，互联网保险发展空间扩大，传统保险业垄断格局受到影响。互联网保险公司电子商务保费规模虽仍相对较小，但已呈好转态势
	携程开始销售场景化保险	线上场景化模式	
	2006 年，慧择由保险论坛转为保险销售	B2B2C 模式，借助大 V 和 KOL 影响力为产品销售引流，线上销售	
	2008 年 8 月，大童保险经纪公司成立	线上+线下模式，以线下为主	
	2009 年 5 月，淘宝成立保险业务部（蚂蚁保险的前身）	场景化销售，保险超市模式	

资料来源：原保监会、银保监会、开源证券研究所

(3) 发展期 (2012-2016 年)

保险业与互联网模式开始融合，传统保险公司采用多种方式开展互联网保险业务。中小险企通过第三方互联网流量平台如蚂蚁保险、腾讯微保、深蓝保、蜗牛保险等推广保险产品，拓展线上销售渠道；大型保险集团在借助第三方平台的同时成立自有电商公司，开发手机 APP，积极探索线上销售服务模式。

纯互联网保险公司、保险创业公司相继设立，互联网保险认可度提高。2013 年 10 月，阿里、腾讯和中国平安联合出资构建的众安保险宣布开业，中国第一家互联网保险公司诞生；2015 年-2016 年泰康在线、安心保险、易安保险相继成立；同期，小雨伞、轻松筹等保险创业公司开始创立。互联网保险公司数量增长明显，保费收入逐年提升，互联网保险逐渐得到市场和用户的认可。

表3: 2012-2016 年，传统险企及纯互联网保险企业相继加速发展互联网保险业务

阶段	涉及主体	主要业务模式	发展特点
发展期 (2012 年- 2016 年)	2013 年 11 月，众安在线成立，中国第一家互联网保险公司诞生	互联网保险公司：全流程线上经营	
	2014 年-2016 年，泰康在线、安心保险、易安保险相继成立；京东、网易、小米、滴滴等流量平台成立保险业务部	流量平台保险业务部：与蚂蚁保险类似	互联网保险基本模式建立，产品日益丰富，互联网保险逐渐得到市场和用户的认可
	2015 年-2016 年，小雨伞、悟空保、水滴、轻松筹等保险创业公司开始创立	小雨伞：与慧择类似 悟空保：通过内容吸引流量，扩大平台影响力 水滴、轻松筹：以互助、筹资业务激发需求，引流至保险商城	

资料来源：原保监会、银保监会、各公司官网、开源证券研究所

(4) 蓬勃期 (2017 年至今)

技术创新速度快，监管办法逐步完善，互联网保险未来发展可观。2017 年后，微保平台、相互宝大病互助计划相继上线，创新技术大量积聚，保险公司服务能力、产品设计能力得到大幅提升，与此同时，互联网保险监管办法进一步健全完善，互联网保险业务将在管理规范、风险可控的前提下迎来蓬勃发展。

表4: 2017 年至今，互联网创新技术及业务模式飞速发展，互联网保险未来可期

阶段	涉及主体	主要业务模式	发展特点
蓬勃期 (2017 年 至今)	2017 年 11 月，微保上线	严选保险超市模式，每险种仅挑选 2-3 款高性价比产品上线	大量互联网创新技术积聚，
	2017 年-2018 年，深蓝保、蜗牛保险、多保鱼、相继诞生	通过内容吸引流量，提供一对一咨询服务促成销售	相关监管办法进一步完善，互联网保险未来发展前景
	2018 年，相互宝大病互助计划在支付宝 APP 上线	以互助、筹资业务激发需求，引流至保险商城	可观

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

图1: 我国互联网保险自 1997 年萌芽以来, 经 10 余年发展或将进入蓬勃增长阶段

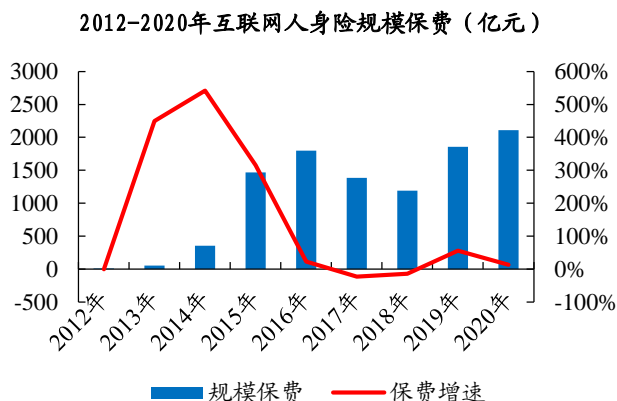


资料来源: 开源证券研究所

1.2、互联网健康险或为发展动能

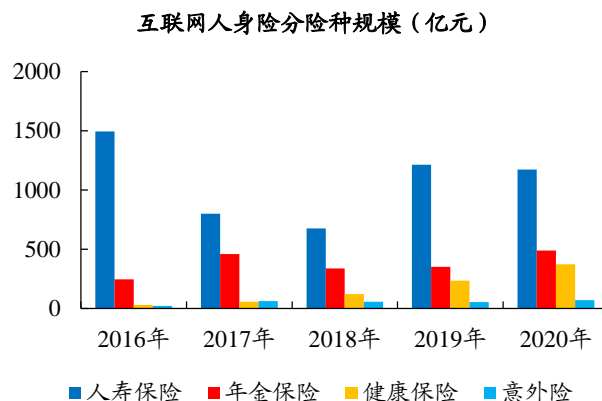
互联网人身险保费经历“大增-降-稳增长”过程, 健康险保费占比逐渐提升。随着互联网的飞速发展, 2012年-2016年互联网保险人身险规模保费增长显著, 同比最高达542%。2016年-2018年, 保监会发布文件规范互联网人身险, 保费贡献较大的中短存续期产品下架, 直接导致互联网人身险规模保费同比承压。2019年, 改革阵痛逐渐缓解, 规模保费恢复增长; 2020年, 受疫情影响, 消费者保险意识显著提升, 全年实现规模保费2110.8亿元, 同比+13.6%。从险种结构来看, 近五年来, 人寿保险受中短存续期产品下架和互联网健康险业务发展的影响, 占比整体呈下降趋势, 健康险占比逐年上升, 年金保险、意外险占比略有下降。随着消费者保险保障意识的提升, 互联网健康险或成为互联网保险新发展动能。

图2: 互联网人身险自 2018 年后恢复增长态势



数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

图3: 互联网健康险规模逐步提升



数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

互联网财产险保费收入经历先增后降过程, 车险发展趋缓, 非车险成为主力。2012年-2015年互联网热潮的到来, 互联网财产险保费收入逐年上升; 2016年, 受商车费改的影响, 互联网车险保费收入骤降。受互联网新兴技术的影响, 互联网非车险保

费呈现明显上升趋势，但因其增加额低于车费保费减少额，因此2016年、2017年互联网财产险保费连续下降。2018年，非车险占比首次超过车险占比，互联网财产险保费收入恢复增长态势。2020年受新冠疫情、车险综改等监管新规影响，保费收入797.95亿元，同比下降约5%。

图4：互联网人身险自2018年后恢复增长态势

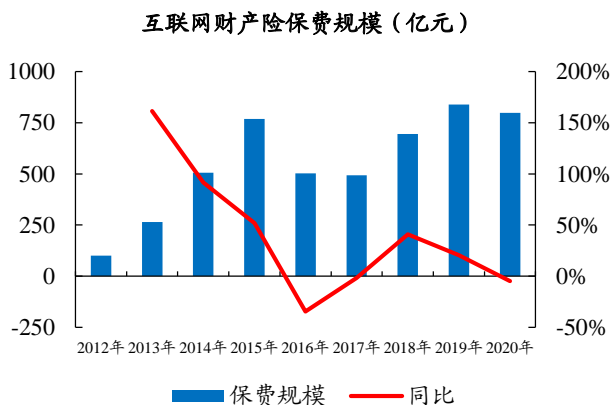
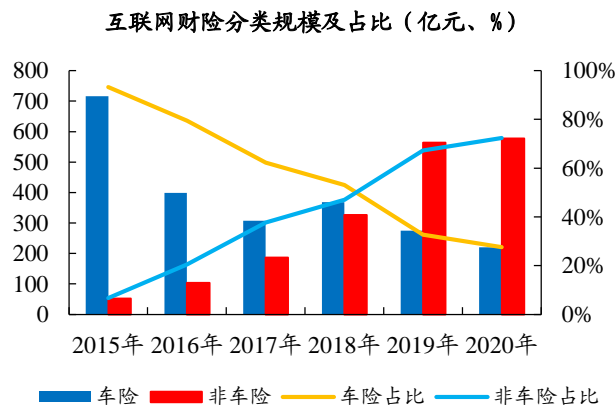


图5：互联网非车险占比逐渐提升



数据来源：中国保险业协会、开源证券研究所

数据来源：中国保险业协会、开源证券研究所

1.3、互联网保险代表企业上市前均经过多轮融资

(1) 众安在线

国内第一家互联网保险公司众安在线成立于2013年10月，于2017年在香港上市。公司与各生态系统领先平台合作，以场景为基础设计、提供生态系统导向型保险产品，利用所获客户数据进行产品创新以增强公司产品竞争力，并将经验借鉴至其他系统。2015年6月，获得A轮融资57.75亿元；2017年9月，在香港上市，融资136亿港元。截至目前，公司已成立7年有余，保险业务与科技业务共同发力，助力众安在线飞速发展。

表5：众安在线于2013年10月成立，并于2017年实现港股上市

上市公司	业务模式	融资时间	轮次	融资额	投资方
众安在线	与各生态系统领先平台合作，以场景为基础设计生态系统导向型保险产品，分析现有客户数据进行产品创新以提高产品竞争力，并将合作经验借鉴于其他生态系统	2018年8月	战略融资	1亿美元	软银愿景基金
		2017年9月	IPO上市	136亿港元	/
		2015年6月	A轮	9.3亿美元	摩根士丹利、鼎晖投资、赛富投资基金

资料来源：众安在线公司官网、开源证券研究所

(2) 慧择

2006年6月慧择创立，2020年在纳斯达克上市。慧择采用B2B2C模式，借助大V和KOL影响力为产品线上销售引流。2014年，公司获得来自赛富亚洲基金的1000万美元A轮融资；2016年3月、8月，分别获得2亿元B轮融资和1亿元B+轮融资；2020年，公司在纳斯达克证券交易所上市。

表6: 慧择于2006年正式创立, 专注于互联网保险经纪业务

上市公司	业务模式	融资时间	轮次	融资额	投资方
慧择	线上保险经纪, 互联网广告+KOL合作+线上咨询 顾问促成销售	2020年2月	IPO上市	5512万美元	/
		2016年8月	B+轮	1亿元	达晨创投
		2016年3月	B轮	2亿元	万融时代资本、创东方、拉卡拉
		2014年10月	A轮	1000万美元	赛富亚洲基金

资料来源: 慧择公司官网、开源证券研究所

(3) 水滴

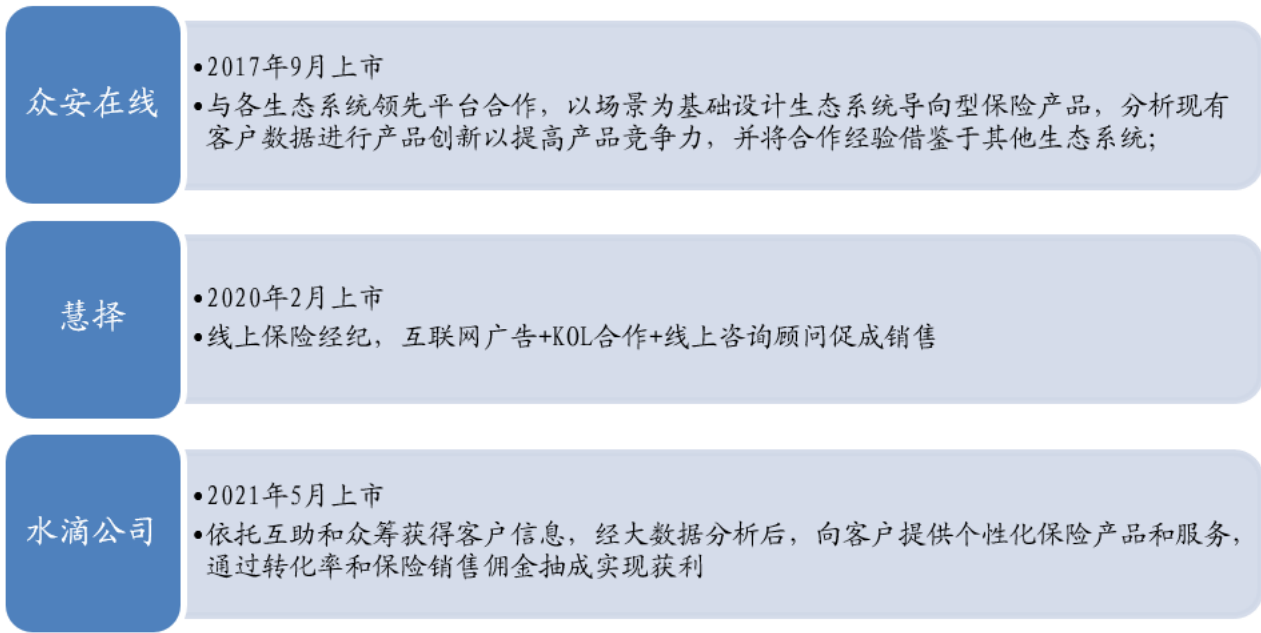
2016年水滴公司创立, 以“互助+众筹+保险”模式吸引高额投资, 于2021年5月上市。水滴公司依托互助和众筹获得客户信息, 经大数据分析后, 向客户提供个性化保险产品和服务, 通过转化率和保险销售佣金抽成实现获利。2016年5月获得5000万元天使轮融资, 水滴互助上线; 2017年5月, 旗下保险平台-水滴保上线公测, 同年8月获得1.6亿元A轮融资; 2019年3月, 完成近5亿元B轮融资; 6月, 获得超10亿元人民币C轮融资; 2020年8月, 公司创始人对外宣布公司已完成2.3亿美元D轮融资; 2021年5月, 公司在美国纽约证券交易所上市。

表7: 水滴于2016年成立, 独特业务模式吸引多轮投融资

上市公司	业务模式	上市时间	轮次	融资额	投资方
水滴公司	依托互助和众筹获得客户信息, 经大数据分析后, 向客户提供个性化保险产品和服务, 通过转化率和保险销售佣金抽成实现获利	2021年5月	IPO上市	4.1亿美元	/
		2020年11月	战略融资	1.5亿美元	腾讯控股
		2020年8月	D轮	2.3亿美元	五道口基金、IDG资本、电量基金、瑞士再保险、腾讯投资
		2019年6月	C轮	10亿元	腾讯投资、元钛基金、博裕资本、凯智资本、中金资本、高榕资本
		2019年3月	B轮	5亿元	原腾讯电商控股公司CEO吴宵光、腾讯投资、IDG资本、创新工场、DST Global创始人尤里蜜儿、高榕资本、蓝驰创投
		2017年8月	A轮	1.6亿元	高榕资本、腾讯投资、揽储创投、创新工场、IDG资本、美团点评、彤程公益基金会
		2016年5月	天使轮	5000万元	腾讯产业共赢基金、北京三快科技有限公司、真格天使投资基金、IDG资本、北京初者之心投资管理有限公司、点亮资本、高榕资本
		2016年4月	种子轮	850万元	真顺基金、初心资本、瑞嘉资产、美团点评

资料来源: 水滴公司官网、开源证券研究所

图6: 众安在线、慧择、水滴业务模式各具特色



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

1.4、科技+互联网赋能传统保险或为投资热潮原因

科技赋能打开估值想象空间。 保险公司可利用互联网获得海量数据，通过大数据分析技术分析客户行为形成客户画像并对消费模式有深刻理解，以此提供定制化场景设置及定价，为客户提供更多品类、更具个性的产品和服务，改善传统险企“产品同质化程度高，吸引力低”的情况。在经营中，机器学习、深度学习等人工智能技术可对索赔情况、保单盈利情况、客户欺诈情况等进行建模分析，帮助险企及时优化产品与服务，从而提高客户忠诚度和保留率，未来竞争优势较大，潜在利润空间可观。

可为传统保险行业带来较大新客户流量。 传统险企可依托互联网流量平台庞大的用户规模和访问量提高保险产品曝光度，结合场景促成销售，如与蚂蚁保险、微保等合作销售产品。截至2020年6月30日，据蚂蚁集团招股说明书，蚂蚁保险基于支付宝APP对超过10亿用户和超过8000万商家的覆盖，在12个月内促成保费及分摊金额518亿元。险企也可借助不同大V、博主等KOL私域流量引流，由于不同KOL的客户群体存在差异，此种方式还可在一定程度上达到针对目标客户群进行宣传的效果。

科技有助于提升传统险企后台运营效率和风险管理能力。 创新科技可在多方面帮助传统险企提高后台运营效率。水滴公司在理赔过程中运用光学字符识别（OCR）和自然语言处理（NLP）技术快速准确评估理赔材料真实性。中国人寿在投保环节中应用智能模型审核、质检，助力出单和双录时效分别提速40%和25%。风险管理能力方面，精算学与大数据技术的结合帮助险企改进产品定价与量化风险相关性，提高公司风险管控能力。

2、互联网保险商业模式可分为保险经纪公司与保险公司

2.1、水滴-互联网最大独立第三方保险分销平台

历经五年，打造互联网最大独立第三方保险分销平台。水滴前身-北京纵情向前科技有限公司于2016年成立，同年6月、7月水滴互助、众筹项目分别启动。2016年9月收购水滴保险经纪公司（保多多保险经纪公司），开展保险业务。2017年5月推出水滴保险市场，至此，水滴保险、众筹、互助三条主要自有流量及业务渠道正式铺开。随后，2018-2021年水滴通过设立海外公司及协议控制等方式，实现内部架构的整合与搭建，并于2021年5月实现美股上市。2020年，水滴保险市场实现新单首年保费144亿元，累计付费保单3070万张，为客户提供62家保险公司的200款保险产品，成为我国最大的互联网独立第三方保险分销平台。

表8：水滴历经5年时间实现美国上市

时间	事件
2016年	水滴前身-北京纵情向前科技有限公司成立
2016年5月	水滴互助项目启动
2016年7月	水滴众筹项目启动
2016年9月	收购水滴保险经纪公司（保多多保险经纪），开展保险经纪业务
2016年12月	水滴互保科技有限公司成立
2017年5月	推出水滴保险市场
2017年6月	首款产品“安联臻爱百万医疗险”上市
2018年2月	成立北京追求极致科技有限公司
2018年5月	水滴公司于开曼群岛离岸注册，不久后成立其全资子公司水滴香港
2018年7月	成立妙医互联（北京）科技有限公司，主要经营医疗保健及医药服务
2018年10月	水滴香港成立其全资子公司北京健康之家（Beijing Absolute Health Co.,Ltd）
2018年11月	健康之家通过协议控制纵情向前和水滴互保
2019年2月	全面实现在线理赔
2019年7月	“健康之家”成立全资子公司上海淡正健康科技有限公司；健康之家通过协议控制水滴互联
2019年10月	“追求极致”收购天津精滨网络科技有限公司，投资孵化新项目；通过健康之家协议控制追求极致
2019年11月	单月长险年化新单保费破亿
2020年3月	累计年化新单保费突破100亿元
2020年6月	收购泰瑞保险代理有限公司，开展保险代理业务
2021年5月	美股ADR上市

资料来源：水滴招股说明书、水滴保公司官网、开源证券研究所

表9: 水滴 2020 年为互联网最大独立第三方保险分销平台

排名	公司	新单首年保费 (亿元)	类型
1	公司 A	250	非独立
2	水滴	144	独立
3	公司 B	62	非独立
4	公司 C	31	独立
5	公司 D	26	独立

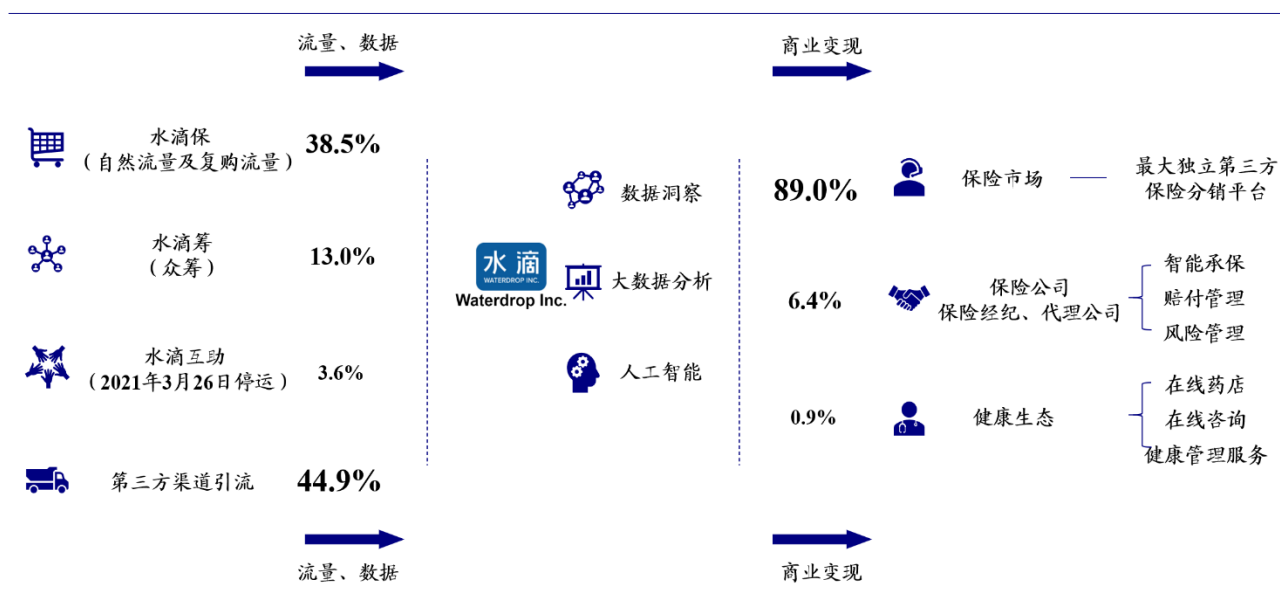
资料来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

注: 独立/非独立指分销平台是否依附于其他平台并通过该平台获取主要流量。

流量带动保险分销，代销保险佣金收入接近 9 成。 水滴营业收入可分为经纪业务收入、互助业务管理费收入、科技服务收入、其他收入 (线上农产品、健康产品代销)，2020 年，经纪业务收入占比总营收 89.0%，互助业务占比 3.6% 并已于 2021 年 3 月 26 日宣布停止运营，科技服务收入主要来源于为保险公司、特定经纪、代理公司提供客户关系、核赔、科技支持等方面服务，占比 6.4%，其他收入占比 0.9%。

保险分销方面，水滴通过水滴保、水滴筹、水滴互助获取自有流量，并逐年加大第三方外部流量导入，通过转化流量实现保险分销。2020 年自有流量贡献 FYP 占比 55.1%，第三方渠道流量贡献 FYP 占比 44.9%。截至 2020 年末，水滴筹通过其特有裂变式扩散模式已获取 3.4 亿人捐款，累计覆盖 170 万病人，金额超 370 亿元，水滴筹的快速扩张为保险分销业务初期贡献较多流量转化，但所带来的 FYP 贡献 2020A 同比有所放缓，占比自 2018 年的 46.5% 降至 2020 年的 13.0%，而第三方渠道流量贡献 FYP，则自 2018 年的 1.9% 提升至 2020 年的 44.9%。

图7: 水滴通过水滴保、水滴筹、水滴互助及第三方渠道流量带动保险产品分销，实现代销佣金收入

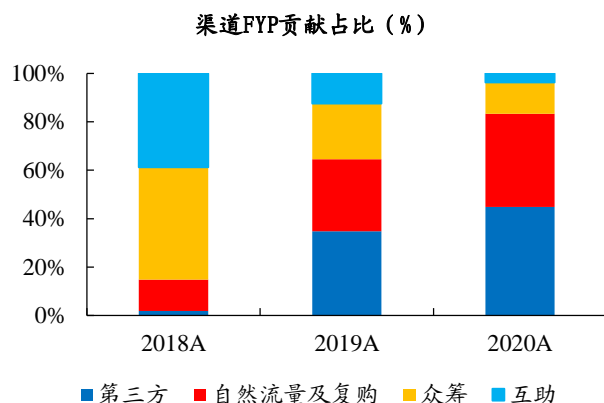
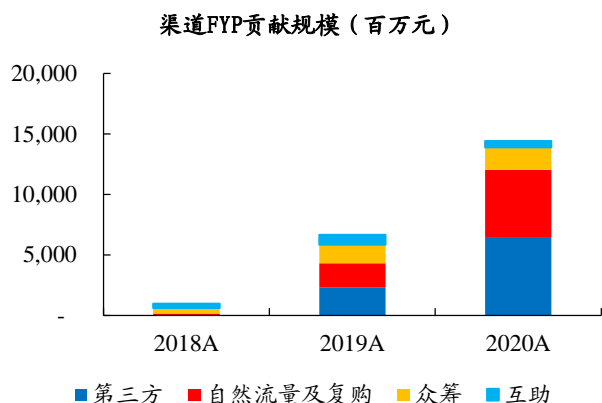


资料来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

注: 上图左侧百分比为水滴保险市场 FYP 贡献占比; 上图右侧百分比为营业收入占比, 计算基数包含互助业务; 计算基数均为 2020 年。

图8: 自然流量、第三方渠道为水滴当前主要流量来源

图9: 第三方渠道流量来源 FYP 贡献占比逐年提升明显



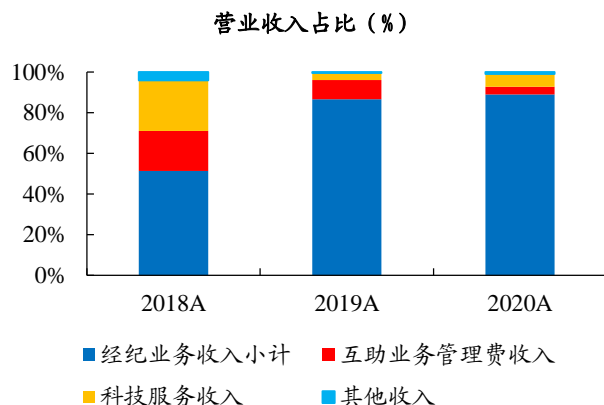
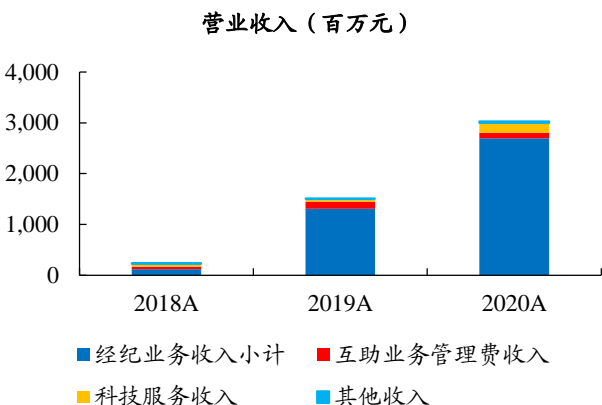
数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

经纪业务快速增长带动营收, 互助业务停运影响较小。水滴保险经纪业务收入逐年提升, 2020年为26.95亿元, 2018年-2020年复合增长率达311.7%, 占比自2018年的51.3%快速提升至89.0%。互助业务2020年贡献收入1.10亿元, 贡献占比自2018年19.8%降至3.6%, 已于2021年3月26日停止运营, 预计对整体营收影响较小。

图10: 经纪业务收入带动水滴营业收入逐年提升

图11: 2020年水滴经纪业务收入占比接近90%

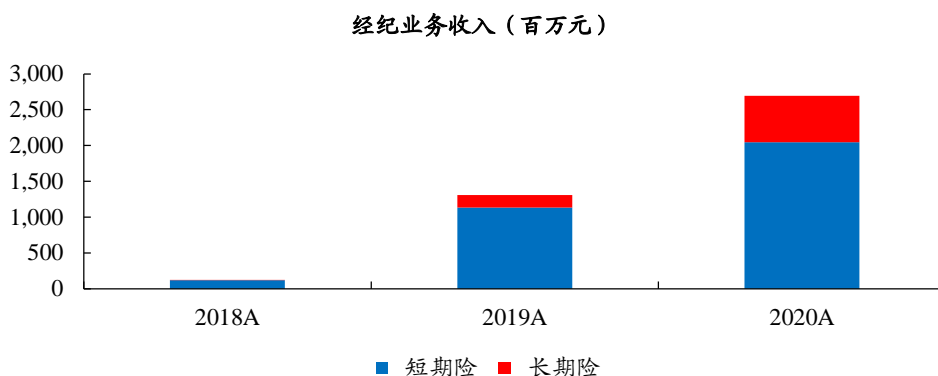


数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

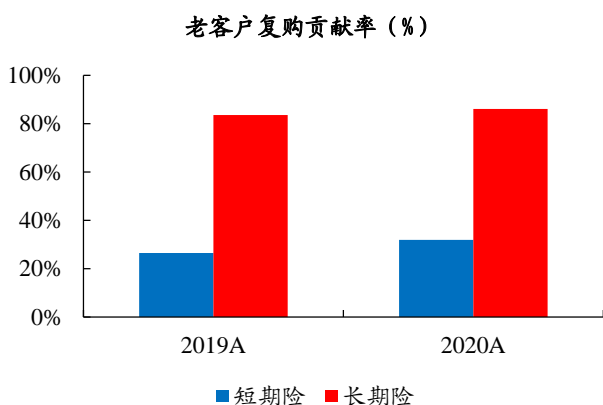
长期险佣金率、复购率高于短期险, 带动其经纪收入占比逐年提升。2020年长期险平均佣金率为25.9%, 短期险为17.2%, 长期险高于短期险8.7pct, 差距较2018年及2019年有所缩窄, 受长期险佣金率下降而短期险佣金率有所上升导致。2020年长期险由老客户复购贡献占比86.1%, 短期险31.9%, 均较2019年的83.6%、26.5%有所提升, 同时该数据表明, 长期险购买仍需客户与平台建立信任关系, 品牌背书能力对于长期险销售影响关键。受佣金率、复购率影响, 长期险佣金收入占比自2018年的1.2%, 快速提升至2020年的24.1%。

图12: 长期险经纪业务贡献占比逐年提升



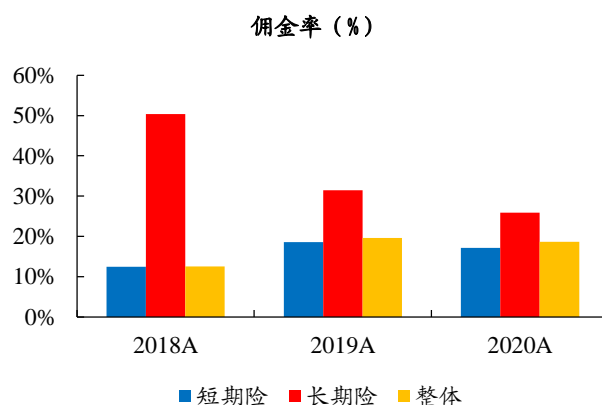
数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

图13: 长期险老客户复购贡献率 86.1% 远高于短期险



数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

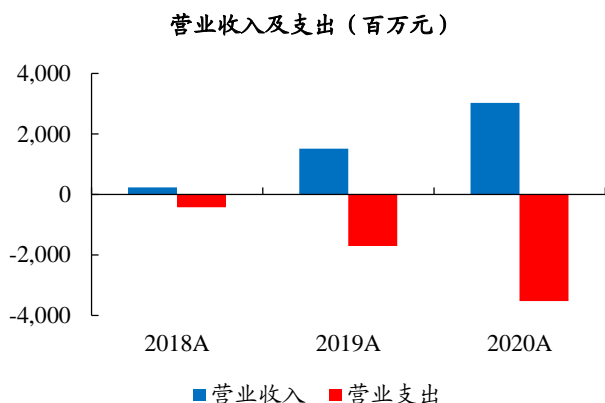
图14: 长期险、短期险佣金率差距逐年缩窄



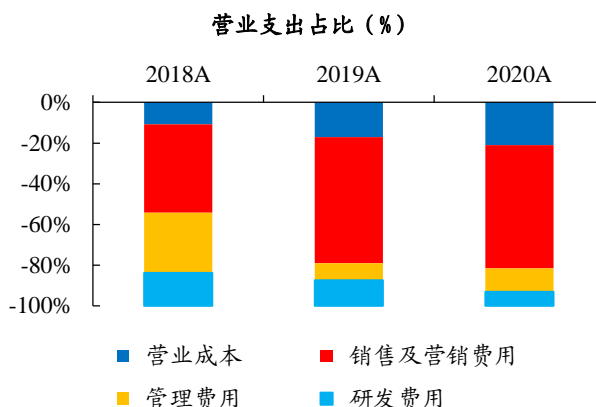
数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

注: 佣金率=经纪业务收入/新单首年保费

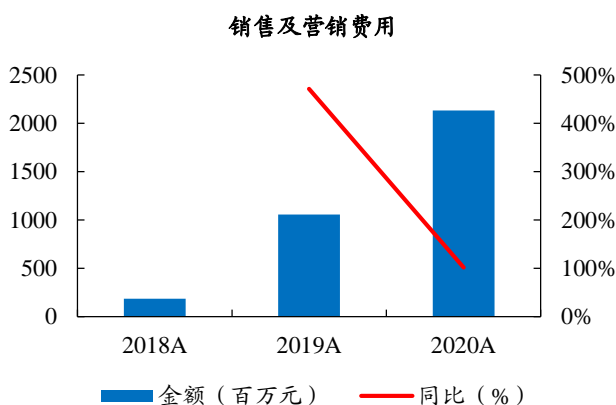
打造品牌、营销引流、业务规模提升前期投入拖累归母净利润。2020年水滴规模净利润-6.64亿元,较2019年-3.22亿元、2018年-2.09亿元持续扩大,主要原因为获客及品牌打造投入较多销售及营销费用和业务规模的持续扩大带来的营业成本提升。销售及营销费用2020年同比+101.7%、2019年+471.3%,2020年占营业支出比例达60.5%,其中用户获取及品牌建设营销费用同比高达2020年+119.7%、2019年+817.4%,占比销售及营销费用2020年为81.8%;营业成本2020年同比+154.8%、2019年同比+534.2%,2020年占营业支出比例为21.1%。

图15: 水滴营业收入及支出同步逐年增长


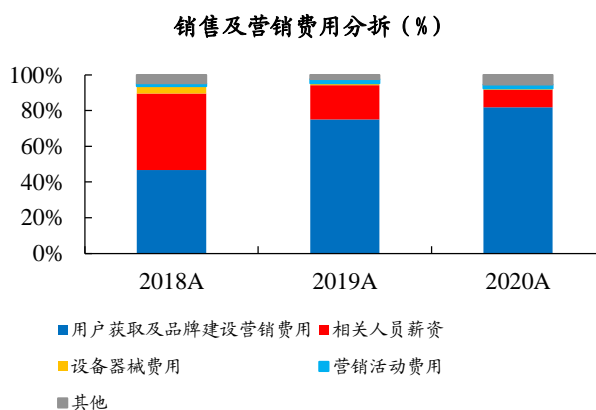
数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

图16: 销售及营销费用占营业支出比例逐年提升


数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

图17: 销售及营销费用 2020 年同比增速超 100%


数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

图18: 用户获取及品牌建设费用占比销售费用超 80%


数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

2.2、慧择-专注保险经纪业务的互联网桥梁

15 年成长, 专注搭建客户与险企链接桥梁。慧择创始团队于 2006 年起经营在线保险业务, 经历 15 年经营, 实现慧择纳斯达克上市。慧择致力于为客户提供适合的产品及高效的投保、理赔流程, 截至 2020 年底, 慧择为客户提供 75 家保险公司 475 种人身险、1277 种财产险, 总计 1752 种产品, 累计为 680 万客户提供保险经纪服务, 2018-2020 年分别实现总保费 9.41 亿元、20.14 亿元、30.20 亿元, 复合增速达 79.1%。

表10: 慧择于 2006 年开始运营在线保险业务, 2020 年实现纳斯达克上市

时间	事件
2006 年	创始团队运营慧择在线保险业务, 迎来首位注册用户, 翌日迎来首位投保用户
2011 年	慧择保险经纪公司正式成立, 筹备平台启动
2012 年	成为国内首家投保用户数突破百万级别的互联网保险服务平台
2014 年	携手保险公司建立业内首个保险黑名单公共平台-保险防欺诈联盟库
2014 年	慧业天择与焦点科技成立, 后续取得慧择保险经纪 100% 股权, 并成立慧择网络科技、慧择时代、智选财富投资管理公司, 自 2014 年后, 公司主要通过慧业天择及慧择保险经纪经营业务
2015 年	为客户协助理赔案件达 10000 件

时间	事件
2014-2018 年	多轮融资
2018 年	达尔文系列产品上市
2020 年	公司实现纳斯达克上市

资料来源：慧择招股说明书、慧择公司官网、开源证券研究所

瞄准目标用户，协助匹配产品，专注提供保险经纪业务的互联网保险产品供应商。慧择目标客户群体为年轻、保险需求萌芽、保险意识较强、有自我管理意识及上网习惯的用户，通过客户自发或 KOL (key opinion leaders) 导流进入慧择平台，为客户在其超千种产品库中挑选匹配的产品及并提供流畅、顺滑的服务，从而建立信任关系，增加客户黏性，使其成为长期客户，慧择通过长达 20-30 年或终身的保险服务将其锁定在平台。2019 年 9 月 30 日，慧择签约社交媒体 KOL 数量达 16,500 个，为慧择平台进行引流。同时，慧择 2018 年平均客户年龄为 33 岁，2020 年非年金人身险用户平均年龄为 32.7 岁，年金险用户为 35 岁，该群体客户通常具备一定支付能力且保险需求开始萌芽，绑定该类型客户可为后续加保复购提供业务基础。

图19: 慧择构建保险公司与客户间桥梁，专注互联网保险经纪业务



资料来源：慧择招股说明书、开源证券研究所

表11: 慧择 2019 年 9 月底合作社交媒体流量主 16,500 个

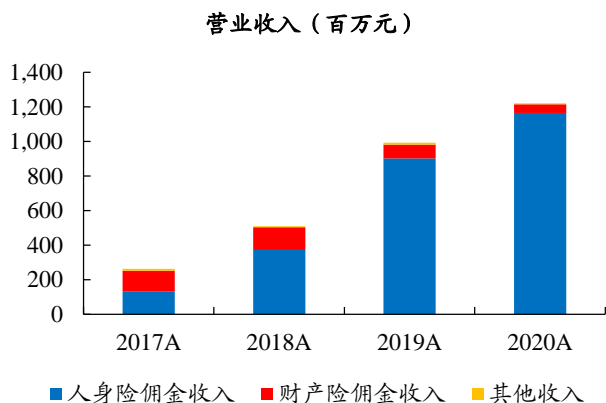
流量渠道 (个)	2017A	2018A	2019M9
社交媒体流量主	14563	17048	16500
金融机构	1	2	2
总计	14564	17050	16502

数据来源：慧择招股说明书、开源证券研究所

保险经纪业务是核心业务，人身险佣金远超财产险。慧择专注保险经纪业务，营业收入主要来自于经纪业务佣金收入，占比营业收入自 2017 年 95.5% 提升至 2020 年 99.6%，另有较小部分其他收入来自于保险售前咨询。经纪业务中，人身险带来佣金

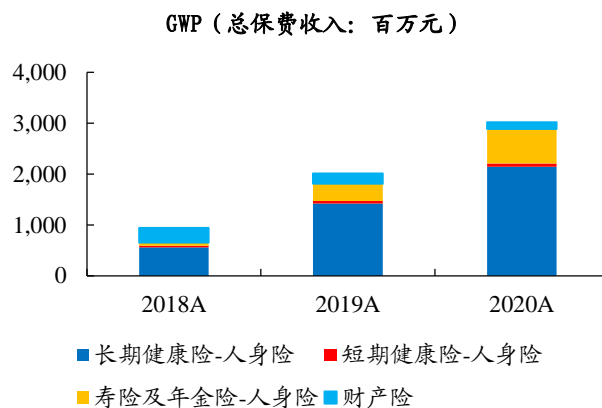
收入占比远高于财产险，主要原因为人身险佣金率高于财产险及人身险业务规模增速高于财产险，人身险佣金贡献占比自 2017 年的 52.8% 提升至 2020 年的 95.9%。

图20: 佣金收入占慧择营收比例接近 100%



数据来源: 慧择招股说明书、慧择公司公告、开源证券研究所

图21: 慧择人身险保费规模远高于财产险



数据来源: 慧择招股说明书、慧择公司公告、开源证券研究所

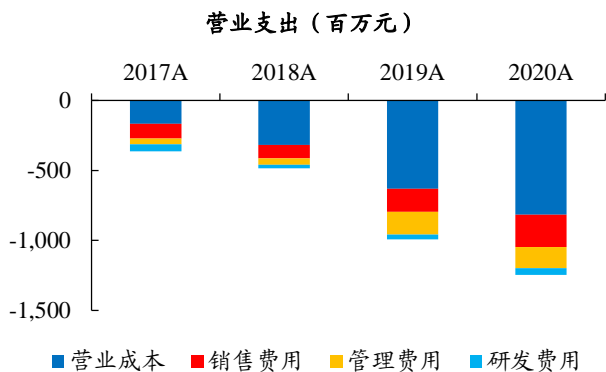
表12: 慧择人身险手续费率高于财产险手续费率

手续费率 (%)	首年	第2年	第3年	第4年	第5年
人身险-期交	19-110%	2-30%	1-20%	1-10%	1-8.5%
人身险-趸交	7-54%	-	-	-	-
财产险	10-98%	-	-	-	-

资料来源: 慧择招股说明书、开源证券研究所

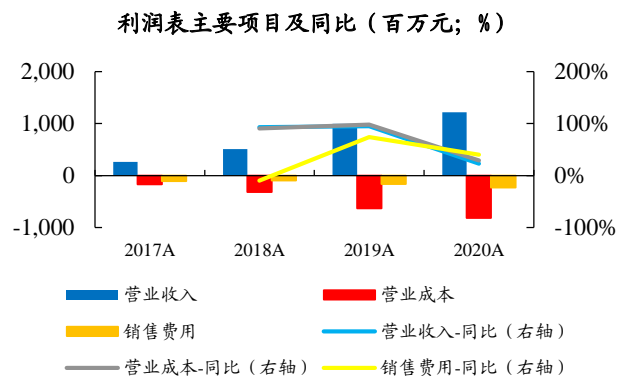
渠道引流费用及销售费用增长拖累规模净利润。2020 年营业支出中，营业成本（包含渠道费用及保险咨询顾问薪金）占比 65.3%、销售费用占比 18.5%、管理费用占比 12.1%、研发费用占比 3.9%。营业成本中，渠道费用 2017 年、2018 年分别占比 88.0%、90.3%，同时，营业成本同比增速 2019、2020 年连续两年高于营业收入，测算估算营业成本同比高增主要受渠道费用带动。慧择近年于销售、市场及培训方面投入较大，2020 年从事该方面员工人数 396 人，超过保险咨询师 348 人，成为规模最大员工分类，与此同时，其相应薪资支出及广告等市场营销费用同步提升，对利润产生一定影响。

图22: 测算估算营业成本受渠道费用带动快速增加

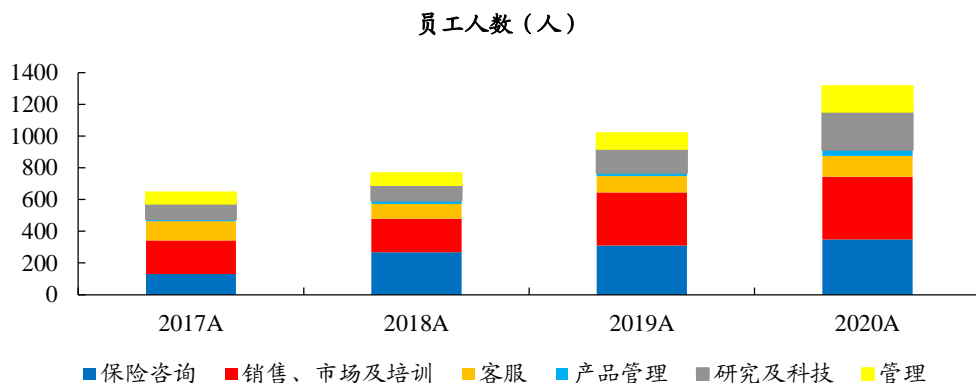


数据来源: 慧择招股说明书、慧择公司公告、开源证券研究所

图23: 营业成本及销售费用同比高于营业收入



数据来源: 慧择招股说明书、慧择公司公告、开源证券研究所

图24: 慧择销售、市场及培训类员工人数明显提升


数据来源: 慧择招股说明书、慧择公司公告、开源证券研究所

2.3、众安在线-从互联网财险到扬帆起航的全能保险科技平台

互联网保险基因推动众安在线从互联网财险公司成长为全能保险科技平台。众安在线于2013年10月由9名股东创立,其中包括实力雄厚且在其各自领域领军的蚂蚁、腾讯及平安,公司具备“互联网”+“保险”基因,逐步从一个单纯的互联网保险公司成长为中国最大的互联网保险公司,并将业务版图扩展至科技、银行,打造全能保险+科技平台。众安在线2020年实现保费收入167.1亿元,同比+14.2%,累计销售保单超79亿张,被保险人5.24亿名;科技业务方面,截至2020年末,累计申请专利503件,无界山2.0完成业务落地,同时,公司为75家保险产业链公司提供科技服务,2020年实现科技输出收入约3.7亿元,约75%的保险系统产品存续客户进一步采购科技业务;银行方面,截至2020年末,用户数已超22万,吸收存款超60亿港元。

表13: 众安在线成立4年实现港股上市,并通过设立子公司形式布局科技、银行等业务

时间	事件
2013年10月	众安在线财产保险股份有限公司成立
2014年4月	众安自营技术平台“无界山”上线
2015年6月	完成A轮融资,募资57.75亿元人民币
2015年11月	保霸车险发布,布局互联网至线下车险及保养市场
2016年7月	众安科技成立
2016年8月	百万医疗险尊享e生发布
2016年11月	双十一购物节,一周内销售保险产品约2亿单
2017年9月	实现H股上市
2017年10月	众安科技(国际)成立,发掘海外金融科技、保险科技机会
2018年9月	实现科技输出国际化,协助日本财险公司SOMPO实现数字化转型
2019年3月	众安银行获批成立,同年12月启动试营业
2019年12月	众安互联网医院正式上线,为用户提供在线问诊及送药上门服务
2020年5月	ZA Insure 获得香港全数码化保险公司牌照,于2020年5月18日正式开业

资料来源: 众安在线公司公告、众安在线招股说明书、开源证券研究所

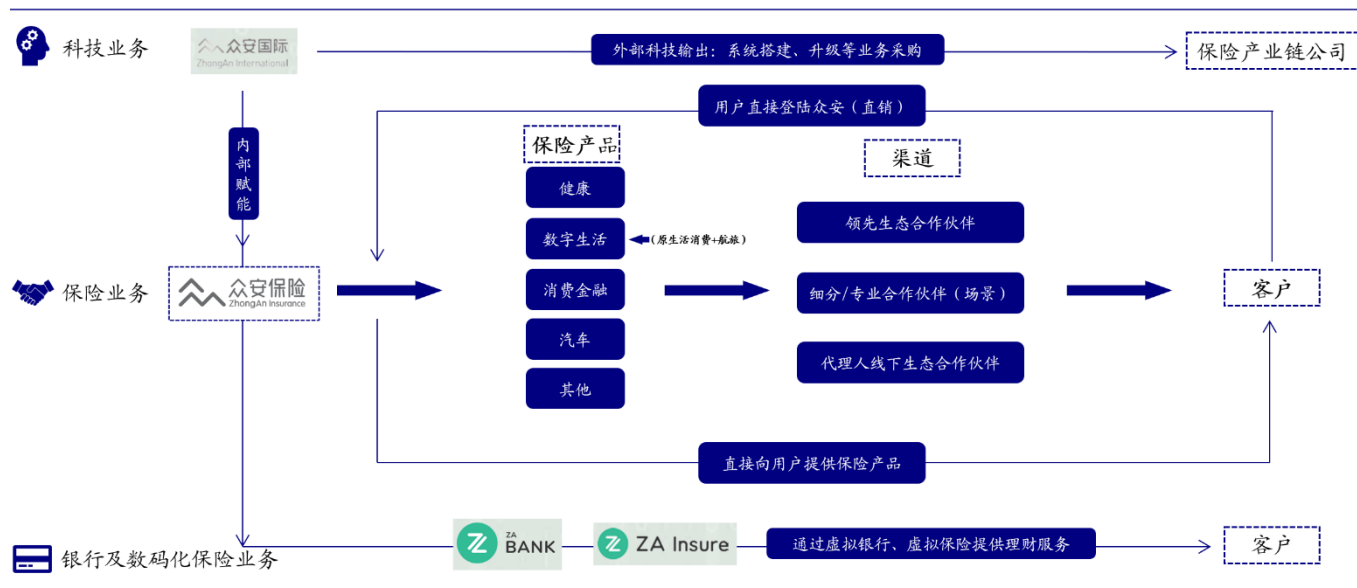
表14: 众安在线股东为知名互联网及保险企业, 具备互联网保险基因

股东名称	2020 年末大股东持股比例
蚂蚁集团	13.54%
腾讯计算机系统	10.21%
平安保险	10.21%
深圳加德信投资有限公司	9.53%
优孚控股有限公司	6.12%
深圳日讯网络科技股份有限公司	5.51%
上海远强投资有限公司	3.40%
总计	58.52%

数据来源: 众安在线公司公告、开源证券研究所

场景化保险到生态建设, 经营战略进一步明确。众安在线最初通过与我国不同互联网生态系统中领先公司合作, 通过将保险产品嵌入互联网消费场景的商业模式, 为客户提供创新型产品及解决方案, 众安在线通过多家电子商务平台及互联网旅游代理公司建立合作关系, 开展退运险、手机意外险、信用保证保险、航旅意外险业务, 通过与渠道合作及自营方式瞄准生活消费、消费金融、健康、汽车、航旅五大生态圈。随着公司不断加大健康生态业务投入及重视程度, 2020 年, 健康生态贡献保费占比达 40%, 位于各生态第一, 随后为数字生活(生活消费+航旅)生态, 占比 38%。

图25: 众安在线通过与渠道合作及自营网站直销方式经营互联网财险业务



资料来源: 众安在线公司公告、众安在线招股说明书、开源证券研究所

健康生态快速成长, 与数字生活生态共同成为众安保费两大引擎。众安在线 2020 年总保费收入 167.06 亿元, 自 2014 年来复合增长率达+154.5%, 健康生态 2020 年保费收入 66.04 亿元, 保费占比达 39.5%, 7 年复合增长率达+669.1%, 2016 年推出百万医疗险尊享 e 生后, 保费维持高速增长。数字生活生态包含生活消费及航旅业务, 2020 年保费 62.99 亿元, 同比+25.2%, 占比 37.7%, 主要受退货运费险业务拉动; 消费金融生态自 2018 年成为第一大业务生态后, 受宏观经济下滑及监管趋严影响, 众安在线选择主动压缩业务规模, 2019、2020 年同比分别-12.2%、-30.1%, 保费占

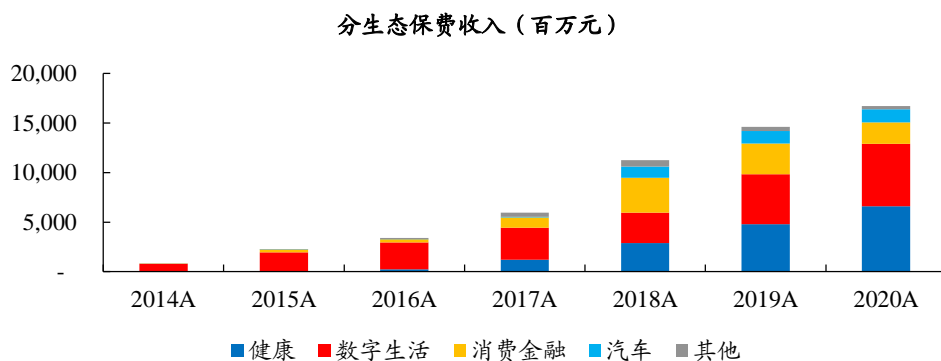
比较 2018 年下滑 18.3pct 至 12.9%。

表15: 2020 年众安在线营业收入主要来源为保险业务, 占比为 96.1%

分部收入-百万元	2020A	占比
保险	16,329	96.1%
科技	378	2.2%
银行	68	0.4%
其他	273	1.6%
抵消	-56	-0.3%
合计	16,991	100.0%

数据来源: 众安在线公司公告、开源证券研究所

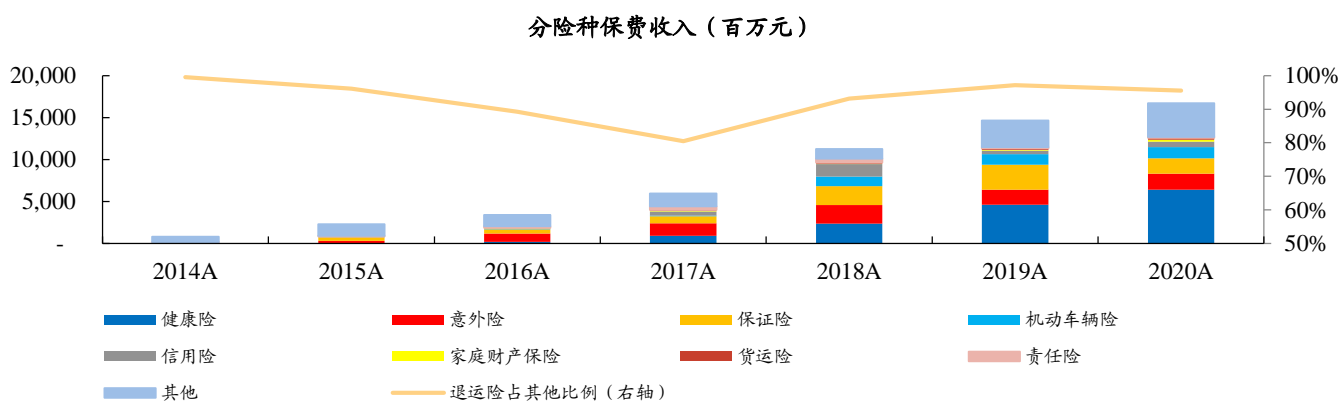
图26: 健康生态逐渐成为众安在线主要保费来源



数据来源: 众安在线招股说明书、众安在线公司公告、开源证券研究所

注: 数字生活生态包含生活消费及航旅生态。

图27: 健康险及退货运费险为众安在线当前两大保费来源

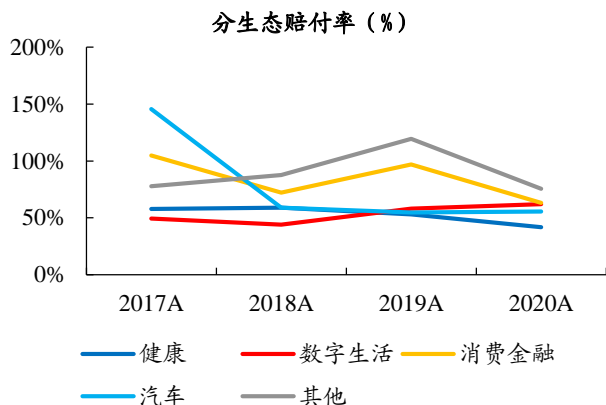


数据来源: 众安在线公司公告、众安在线招股说明书、开源证券研究所

健康生态盈利能力较优, 业务占比或进一步提升。2020 年健康生态赔付率为 41.8%, 较 2018 年 59.0% 高点下降 17.2pct, 主要由于公司主动调节业务结构加大个人业务占比, 压降高赔付率的团险业务占比及通过科技手段在理赔及投保环节加强风控实现降赔减损从而使健康生态整体赔付率下降。渠道费用率方面, 2020 年健康生态 26.9%, 高于消费金融的 10.4%, 但低于保费占比 37.7% 的数字生活生态的 32.6%, 或受益于

健康生态在其自有平台业务占比的提升，2020年健康生态自有平台业务占比32%，较2019年的23%提升9pct。健康生态赔付率及渠道费用率表现均优于其他生态，且自有业务占比逐渐提升，随着众安在线互联网医院、家庭医生服务等健康生态圈内健康管理内容不断完善，健康生态闭环加速构建，健康生态业务规模及占比或将进一步提升。

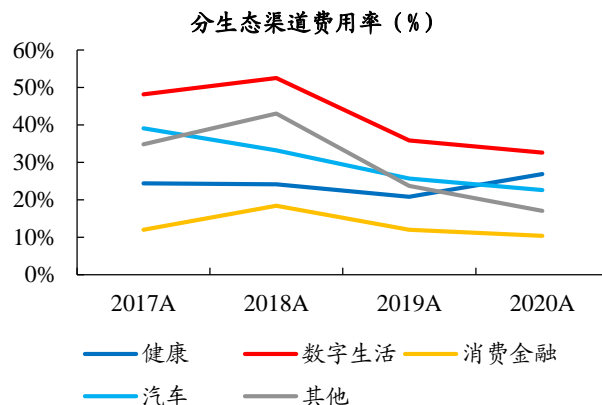
图28: 2020年健康生态赔付率41.8%，优于其他生态



数据来源：众安在线招股说明书、众安在线公司公告、开源证券研究所

注：数字生活生态包含生活消费及航旅生态；赔付率为赔付支出/已赚保费。

图29: 消费金融渠道费用率优于其他生态

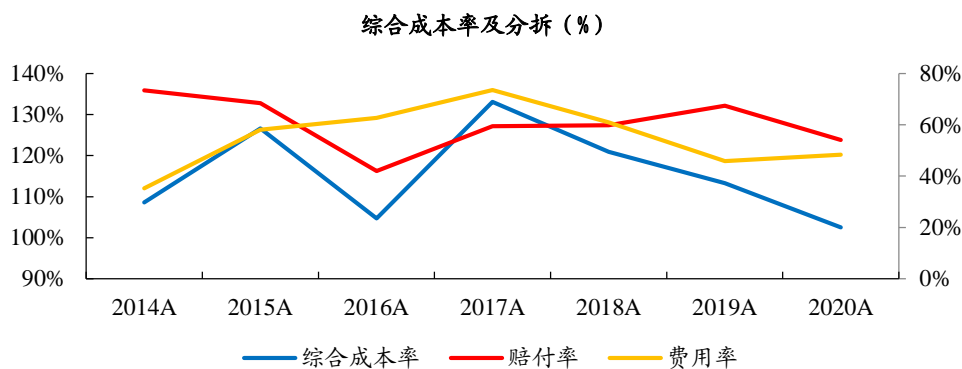


数据来源：众安在线招股说明书、众安在线公司公告、开源证券研究所

注：数字生活生态包含生活消费及航旅生态；渠道费用率为渠道费用/净保费。

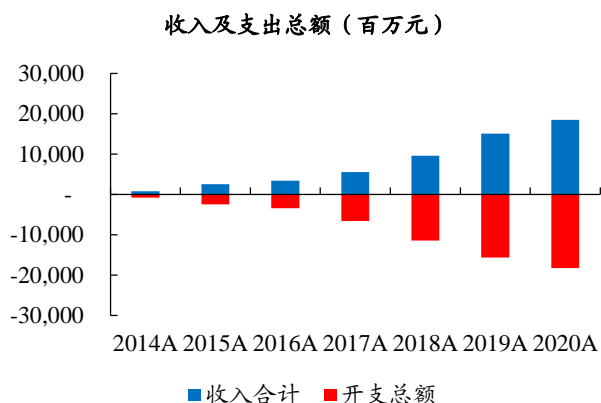
综合成本率连续3年下降，2020年实现上市后首次盈利。众安在线坚持有质量地增长，以科技驱动赋能业务实现降本增效，费用率不断下降，带动综合成本率连续3年下降，自2017年的133.1%下降30.6pct至2020年的102.5%，综合成本率连续下降促使2020年净利润自上市以来首次转正。营业收入上，2020年已赚保费占营业收入比例87.7%，投资收益占比8.3%；营业支出上，已产生赔款2020年占营业支出比例47.9%、业务及管理费用占比39.1%，手续费及佣金占比8.7%，较2017年上市时均有所收窄。

图30: 众安在线综合成本率连续3年下降



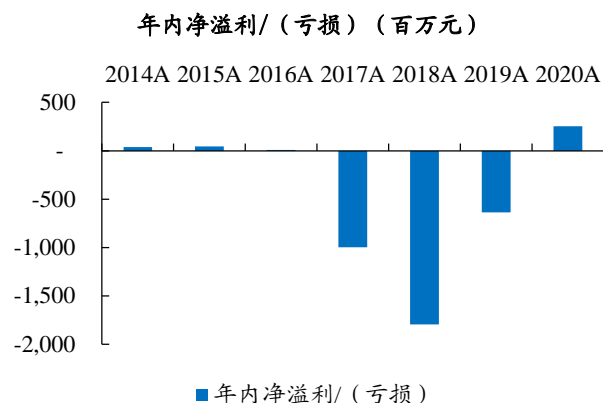
数据来源：众安在线招股说明书、众安在线公司公告、开源证券研究所

图31: 众安在线收入及支出同步增长



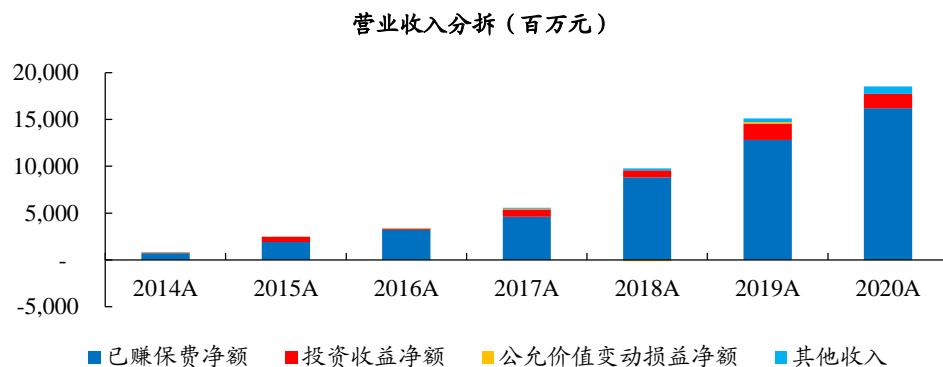
数据来源: 众安在线招股说明书、众安在线公司公告、开源证券研究所

图32: 众安在线 2020 年实现上市后首次盈利



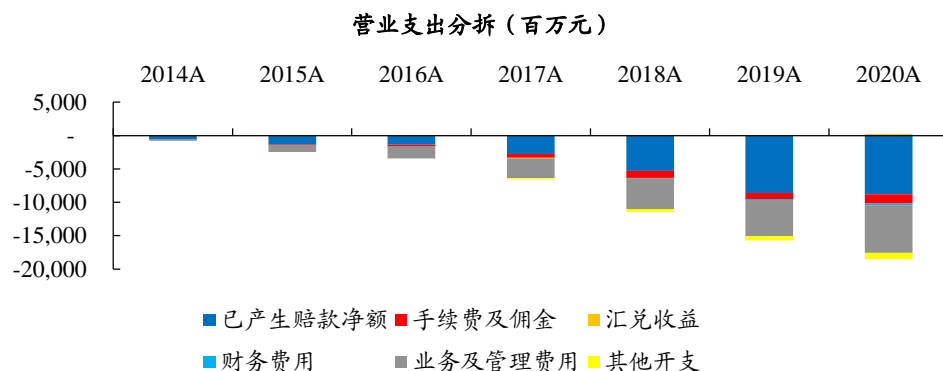
数据来源: 众安在线招股说明书、众安在线公司公告、开源证券研究所

图33: 已赚保费为众安在线营业收入主要来源, 2020 年占比 87.7%

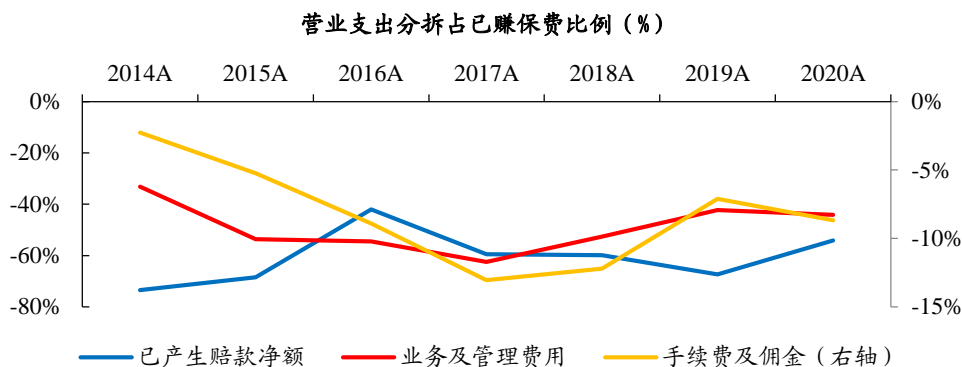


数据来源: 众安在线招股说明书、众安在线公司公告、开源证券研究所

图34: 已产生赔款净额及业务及管理费用为众安在线主要营业支出



数据来源: 众安在线招股说明书、众安在线公司公告、开源证券研究所

图35: 主要营业支出分拆占已赚保费比例不断收窄


数据来源: 众安在线招股说明书、众安在线公司公告、开源证券研究所

2.4、不同互联网保险商业模式均需依靠流量

互联网保险代表公司业务模式可分为保险经纪和互联网保险直营。三家代表性互联网保险企业可根据其利润来源分为两类: (1) 互联网保险经纪公司-水滴、慧择; (2) 互联网保险公司-众安在线。

水滴通过水滴筹、水滴互助等业务获取自有客户流量, 并在经营过程中培养客户保险意识, 随后将其引流至水滴保进行保险配置, 除此之外, 水滴也通过第三方渠道引流为其水滴保平台获取外部客户流量, 2020年第三方渠道流量贡献FYP达44.9%。

慧择则通过多年经营打造品牌, 为客户提供保险购买前咨询、购买中比较及购买后协助理赔提升客户信任程度, 打破信任壁垒, 并通过分析客户数据, 了解客户痛点, 联合保险公司定制开发保险产品, 针对性投放产品。流量方面, 慧择一方面经营打造自身品牌, 另一方面与超1.6万名社交媒体意见领袖合作, 通过KOL测评保险产品、分享保险知识吸引对于保险有一定兴趣的流量客户, KOL模式不仅可为慧择提供客户流量, 同时可提前对客户进行保险教育与筛选, 并提高其对慧择平台上产品的信任程度, 进一步提升其购买意愿。

众安在线为三家中唯一真正的保险公司, 通过互联网场景及自营平台经营财产险及健康险。众安在线通过与先进的互联网生态提供商合作, 在不同消费场景嵌入保险产品, 并通过提升科技能力和积累数据基础提升竞争壁垒, 2016年双十一期间, 众安在线在一周内承保超2亿张保单, 高峰时每秒处理保单约13,000张。众安在线不断完善其生态体系, 2016年推出百万医疗险尊享e生, 并通过互联网、线下代理人、自营平台进行销售, 健康生态2020年业务占比已达39.5%。

表16: 水滴、慧择主要通过互联网经营保险经纪业务, 而众安在线则经营互联网财产险及健康险

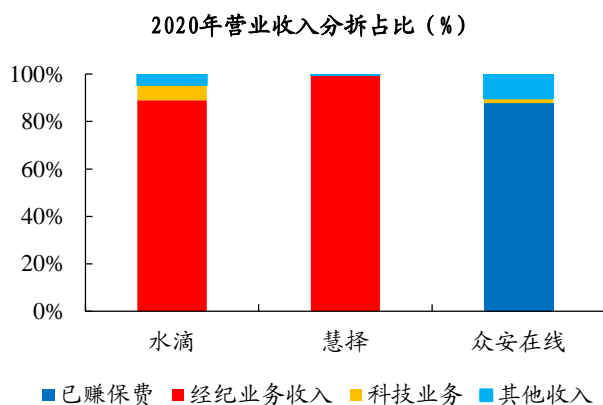
代表企业	水滴	慧择	众安在线
上市时间	2021年5月	2020年2月	2017年9月
成立时间	2016年6月	2006年	2013年10月
商业模式	通过水滴保、水滴筹、水滴互助(已停运)及三方渠道流量转化, 开展互联网人身险经纪业务; 向保险产业链	通过社交媒体KOL及客户自然流量转化, 开展人身险及财产险经纪业务	通过互联网场景及自营平台销售财产险及健康险, 后扩展至科技输出及虚拟银行业务

代表企业	水滴	慧择	众安在线
	公司输出承保、理赔、风控支持。		
主要利源	保险经纪业务	保险经纪业务	保险产品销售收入及投资收益
客户数量	水滴筹已获 3.4 亿人捐款, 水滴保累计付费保险客户数量 1920 万人	累计为 680 万客户提供保险经纪服务	累计销售保单超 79 亿张, 被保险人 5.24 亿名
客户来源	自有平台流量及第三方渠道流量	社交媒体 KOL 引流及自有流量	嵌入互联网场景、线上线下生态合作方、自有平台

资料来源: 各公司招股说明书、各公司公告、开源证券研究所

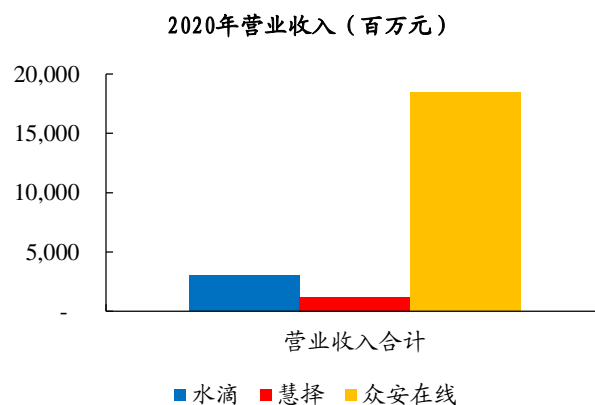
水滴、慧择经纪业务贡献主要收入, 众安在线已赚保费贡献收入。营收方面, 2020 年分别为众安在线 184.93 亿元、水滴 30.28 亿元、慧择 12.20 亿元。水滴、慧择 2020 年经纪业务收入贡献占比分别为 89.0%、99.6%, 经纪业务均为主要营收来源。众安在线作为财险公司, 营收主要来源于已赚保费, 2020 年贡献占比为 87.7%。科技业务方面, 2020 年众安在线贡献 3.78 亿元, 占营收比例 2.0%, 水滴贡献 1.94 亿元, 占营收比例 6.4%。

图36: 水滴、慧择营收以经纪业务收入为主



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

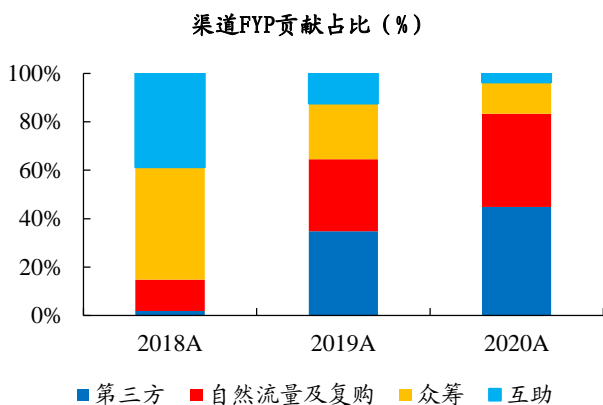
图37: 众安在线 2020 年营收远超水滴、慧择



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

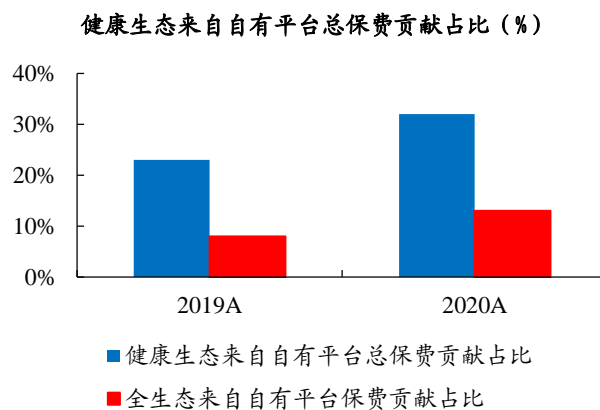
互联网保险仍需依靠流量。水滴最初通过自营水滴筹、水滴互助引流至其水滴保平台, 水滴筹裂变式宣传效果惊人, 其已吸引超 3.4 亿人捐款, 对其品牌打造及宣传起到一定正面作用, 同时, 水滴于近年加强第三方渠道流量建设, 其贡献 FYP 占比自 2018 年的 1.9% 提升 43pct 至 2020 年的 44.9%。慧择则通过与社交媒体意见领袖合作打造品牌并吸引流量, 2019 年 9 月末, 慧择与 16,500 名 KOL 及 2 个金融机构合作进行品牌营销、产品测评、客户引流等工作。众安在线则于起步之初将自身保险产品嵌入互联网场景中, 伴随中国互联网巨头及电子商务的成长, 其业务量不断增加, 累计为超 5.24 亿名客户提供保障, 且众安在线通过品牌营销、建设自营平台, 尝试将自身打造为流量入口, 其自营平台健康生态保费收入占比 2020 为 32%, 较 2019 年提升 9pct。

图38: 水滴第三方流量贡献 FYP 占比不断提升



数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

图39: 众安在线自有平台贡献健康生态保费占比提升



数据来源: 众安在线公司公告、开源证券研究所

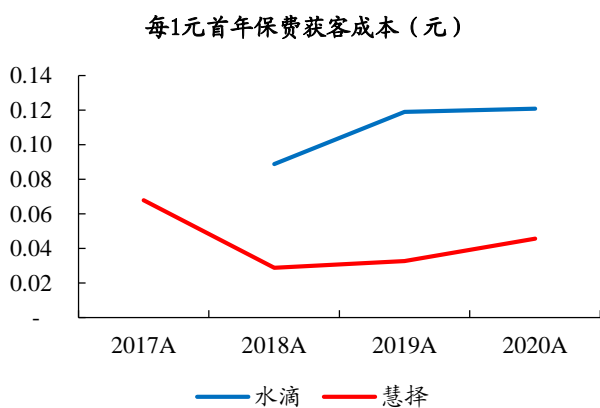
表17: 慧择通过以社交媒体意见领袖合作获取客户

流量渠道 (个)	2017A	2018A	2019M9
社交媒体流量主	14563	17048	16500
金融机构	1	2	2
总计	14564	17050	16502

数据来源: 慧择招股说明书、开源证券研究所

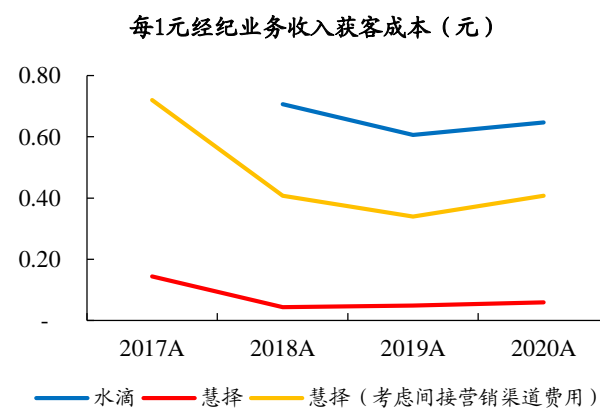
获客费用水滴高于慧择, 众安在线渠道费用呈下降趋势。流量获客费用方面, 水滴、慧择 2018-2020 年间均有所提升, 每 1 元首年保费获客成本水滴滴自 2018 年的 0.09 元提升至 2020 年的 0.12 元, 慧择则由 2017 年的 0.07 元先降至 2018 年的 0.03 元, 后逐年提升至 2020 年的 0.05 元, 2020 年水滴获客成本约为慧择 2.65 倍。经纪业务收入获客成本方面, 2020 年每 1 元经纪业务收入获客成本分别为水滴 0.65 元、慧择 0.06 元, 考虑到慧择存在间接营销业务, 慧择将其渠道成本置入营业成本中, 若我们将其认定为获客费用, 按权重计入经纪业务, 则 2020 年成本为 0.41 元, 仍低于水滴的 0.65 元。众安在线受各生态渠道费用率下降、生态业务结构优化及自有平台业务占比提升影响, 渠道费用率呈现下降趋势。

图40: 2020A 水滴每 1 元 FYP 获客成本为慧择 2.65 倍



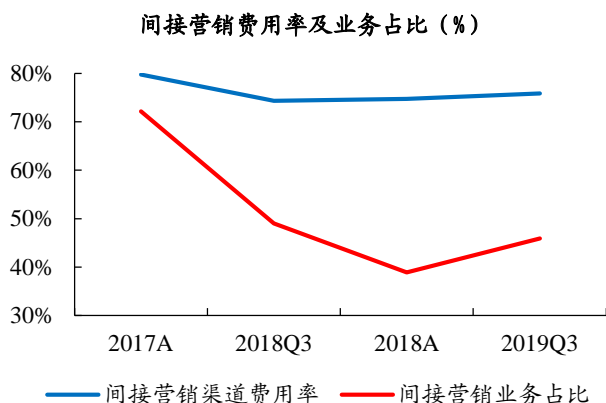
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图41: 水滴经纪业务获客成本显著高于慧择



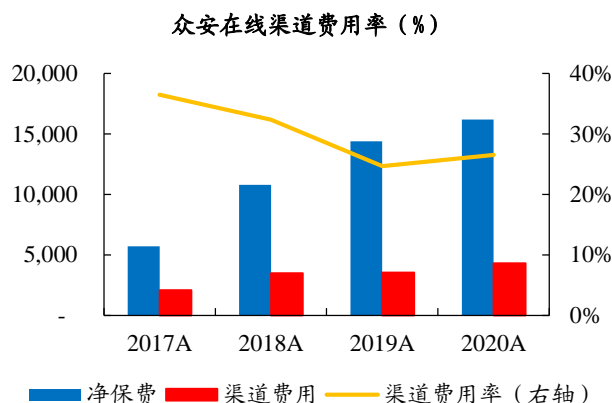
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图42: 慧择间接营销渠道费用率波动较小



数据来源: 慧择招股说明书、开源证券研究所

图43: 众安在线渠道费用率呈下降趋势

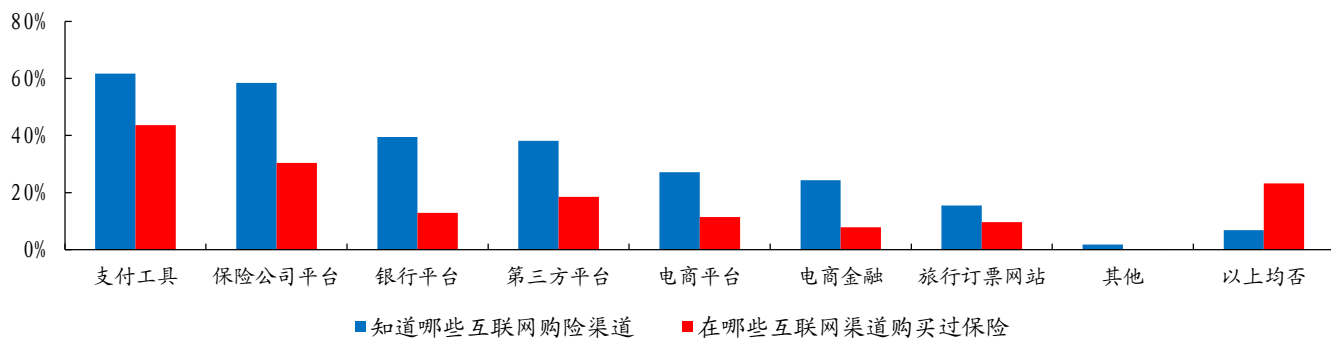


数据来源: 众安在线公司公告、开源证券研究所

流量或多数来自于互联网生态构建领先机构。根据《2018年互联网保险年度报告》显示,超60%被调研人群(N=23,401)知道移动互联网支付工具,例如微信钱包及支付宝上,可以购买互联网保险,并且超40%被调研人群(N=8,309)在互联网支付工具上购买过互联网保险。同时,水滴于招股说明书披露,水滴于2020年向腾讯支付市场营销费用1.87亿元,占比其市场营销费用10.7%,我们预计互联网保险主要流量或来自于互联网生态构建领先机构。

图44: 超半数被调研人群知道支付工具(微信钱包、支付宝)及保险公司官方平台可以购买互联网保险

调研数据: 您知道哪些互联网购险平台、您在哪些互联网渠道购买过保险 (%)



数据来源: 微保&CDC《2018年互联网保险年度报告》、开源证券研究所

注: 支付工具含微信钱包、支付宝; 平台包含公司官网、公众号及APP; “知道”问卷调研样本数量为23,401; “购买”问卷调研样本数量为8,309。

表18: 水滴2020年向腾讯支付1.87亿元市场营销费用, 占比市场营销费用10.7%

水滴市场营销费用 (百万元)	2020A
用户获取及品牌建设营销费用	1,743
腾讯提供市场营销服务费用	187
腾讯提供市场营销服务费用占比	10.7%

数据来源: 水滴招股说明书、开源证券研究所

两大流派, 仍需时间定夺。无论是互联网保险经纪业务还是互联网直营保险业务,

其商业模式中流量与转化情况均为重要影响因素。经纪业务虽无需承担保险产品定价风险，但其自有流量的枯竭或许会导致其成为保险产品的二次经销商，利润被拥有较丰厚流量的平台分流；直营业务虽可嵌入互联网场景或通过第三方引流，但依旧受限于产品定价及前期的高度资本投入。如何解决流量枯竭、打破信任壁垒，两大流派发展仍需时间定夺。

3、我国互联网保险监管不断完善

3.1、互联网保险监管框架已经形成

(1) 初步规范（2011-2014年）

监管部门发布互联网保险相关管理办法，互联网保险开始走向专业化和规范化。2011年，原保监会发布《保险代理、经纪公司互联网保险业务监督办法（试行）》，互联网保险开始走向专业化和规范化。2012年-2013年发布《关于进一步规范互联网保险业务的通知》、《关于进一步明确保险专业中介机构市场准入有关问题的通知》对公司开展互联网保险业务的资质予以规定。

表19: 监管办法陆续发布，互联网保险走向专业化和规范化

时间区间	名称	发布时间	内容概述	监管特点
2011年-2014年	《保险代理、经纪公司互联网保险业务监督办法（试行）》（已废止）	2011年9月	对保险代理、经纪公司互联网保险业务的条件、网站要求、报告裁量、信息披露等运营规范做出规定	互联网保险监管办法初次发布，监管框架尚不完善
	《关于进一步规范互联网保险业务的通知》	2012年4月	除保险公司、保险代理公司、保险经纪公司外，其他单位和个人不得擅自开展互联网保险业务，包括在互联网上比较和推荐保险产品，为保险合同订立提供其他中介服务	
	《关于进一步明确保险专业中介机构市场准入有关问题的通知》	2013年5月	保险专业代理（经纪）公司开展互联网保险业务，注册资本金应不低于人民币5000万元，两个（决定）颁布前已经依法开展互联网保险业务的除外	

资料来源：原保监会、开源证券研究所

(2) 框架成型（2015-2018年）

互联网保险监管框架初建，中短存续期产品受限。2015年《互联网保险业务监督暂行办法》发布，首次构建了完整的互联网保险监管框架，规定除持牌保险机构外，不得经营互联网保险业务。2016年，原保监会等部门接连出台《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》、《互联网保险风险专项整治工作实施方案》等文件规范中短存续期人身保险产品、高现金价值产品的销售运营，对互联网保险经营中存在的乱象和风险予以整治。

表20: 互联网保险监管框架初步成型，防风险、回归保障为重心

时间区间	名称	发布时间	内容概述	监管特点
2015年-2018年	《互联网保险业务监督暂行办法》	2015年7月	强调持牌经营，从经营条件、经营区域、信息披露等方面明确互联网保险业务的基本经营规则（我国限制中短存续	强调持牌经营；

时间区间	名称	发布时间	内容概述	监管特点
			互联网保险业务监管制度正式出台)	期、高现金价值
	《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》	2016年3月	规范中短存续期人身保险产品的销售运营,防范资产负债错配等引发的风险	保险产品业务,严格治理互联
	《互联网保险风险专项整治工作实施方案》	2016年4月	严厉整治高现金价值业务、保险机构跨界合作、非法经营互联网保险业务	网保险乱象,防控风险
	《关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》	2016年9月	继续保持对中短存续期业务规模的管控,同时对中短存续期业务规模在公司业务结构中的占比提出了明确要求	
	《中国保监会关于强化人身保险产品监管工作的通知》	2016年9月	加强万能型保险的经营管理,万能险结算利率水平与公司实际投资收益率挂钩并合理确定	
	《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》	2017年5月	万能型保险产品、投资连结型保险产品射界应提供不定期、不定额追加保险费,灵活调整保险金额等功能,保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品	

资料来源:原保监会、开源证券研究所

(3) 持牌经营 (2019 年至今)

《互联网保险业务监管办法》发布,进一步强化持牌经营理念。经三轮征求意见稿建议梳理,银保监会于2020年12月14日发布《互联网保险业务监管办法》(以下简称“《办法》”),将于2021年2月1日起正式实施。《办法》主要包括进一步强化机构持牌、人员持证原则,明确保险公司主体责任,规范互联网保险营销宣传、售后服务等行为,放开跨区域销售险种限制等内容。新规出台后,互联网流量平台的集中度将得到提升,利好大型持牌互联网流量平台;传统险企渠道费用控制力增加,业务掌控力增强,产品呈多元化趋势发展。

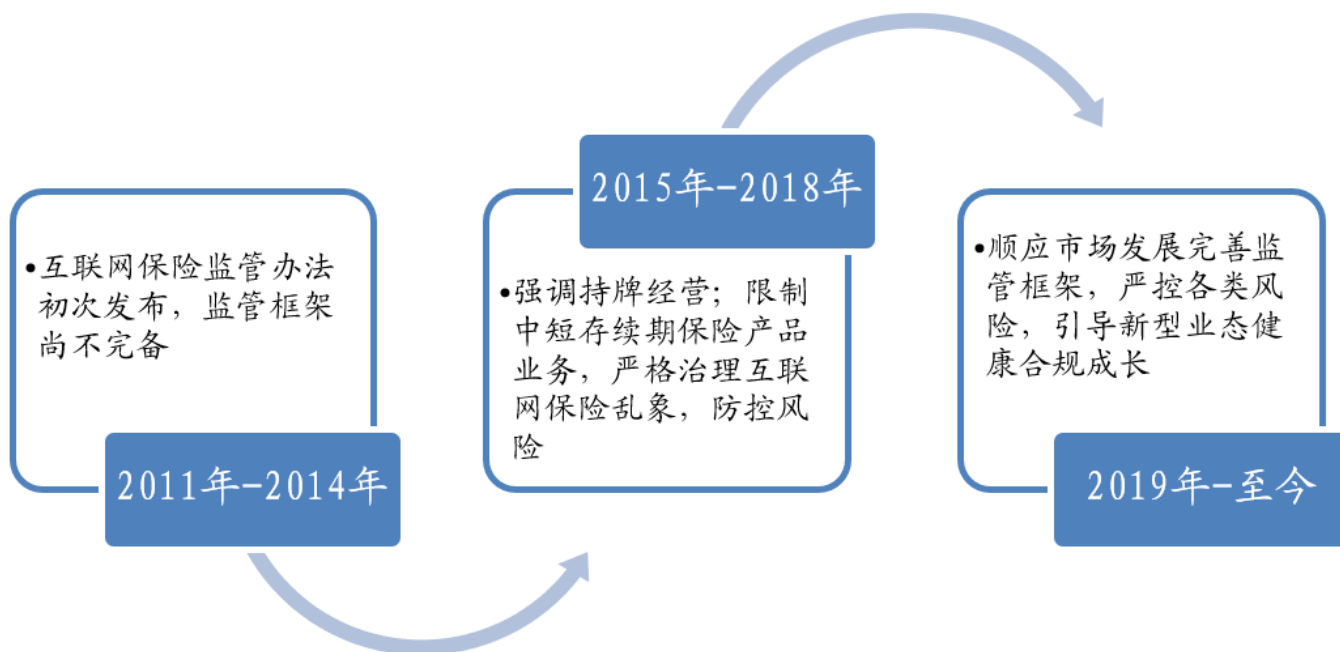
表21:《互联网保险业务监管办法》发布,进一步强化持牌经营理念

时间区间	名称	发布时间	内容概述	监管特点
	《2019年保险中介市场乱象整治工作方案的通知》	2019年4月	继续压实中介渠道责任,排查中介机构合规性以及强化整治第三方平台	
	《互联网保险业务监管办法(征求意见稿)》	2019年9月	厘清互联网保险业务定义,强化持牌经营原则,规范保险营销宣传行为的标准和管理要求;基本业务规则与特殊业务规则相结合,针对互联网保险公司、保险中介机构、互联网企业代理保险业务按经营主体实施分类监管	
2019年-至今	《关于规范银行与金融科技公司合作类业务及互联网保险业务的通知》	2019年10月	严格信息披露;规范宣传销售行为;加强第三方网络平台管理;加强销售人员管理;规范服务费支付;加强信息安全管理等	顺应市场发展完善监管框架,严控各类风险,引导新业态健康合规成长
	《关于规范互联网保险销售行为可回溯管理的通知》	2020年10月	明确互联网保险销售行为可回溯管理的定义和范围,规范保险机构互联网销售销售页面管理,销售过程管理、可回溯内控管理等管理要求	
	《互联网保险业务监管办法》	2020年12月	(1)明确互联网保险业务的定义,强调线上线下渠道分别管理;(2)强化持牌经营原则,规范互联网企业从事保险代理业务的要求;(3)规范互联网保险营销宣传,售后服务等行为;(4)强	

时间区间	名称	发布时间	内容概述	监管特点
			调保护消费者；(5) 保险经营属地扩大至全国，不再强调险种差异	

资料来源：原保监会、银保监会、开源证券研究所

图45: 互联网保险监管框架从无到有，强调持牌经营，在严防风险的情况下引导业态健康长久发展



资料来源：原保监会、银保监会、开源证券研究所

3.2、互联网保险监管或持续趋严

或进一步明确业务管辖权，扩大监管范围。目前，《互联网保险业务监管办法》（下称《办法》）与《保险代理人监管规定》在保险中介机构能否在未开设分支机构的地区开展业务以及适用对象上的要求不尽相同（《办法》不适用个人保险代理人）。因此，随着互联网保险的发展与个人保险代理人制度的推行，未来监管部门可能就交叉监管和个人保险代理人利用互联网展业过程的监管问题进一步完善监管办法，明确管辖权，扩大监管范围。

整体趋势趋严，严控风险。银保监会保险中介监管部市场分析处处长王磊指出目前互联网保险市场存在以下问题：一，非法经营；二，产品定价风险；三，销售误导风险；四，线下服务能力偏弱、投诉纠纷多；五，信息安全风险。对此，未来监管力度将进一步趋严，规范互联网经营现存乱象，鼓励互联网行业在风险可控的前提下创新协同发展。

3.3、互联网保险为传统险企带来挑战与机遇

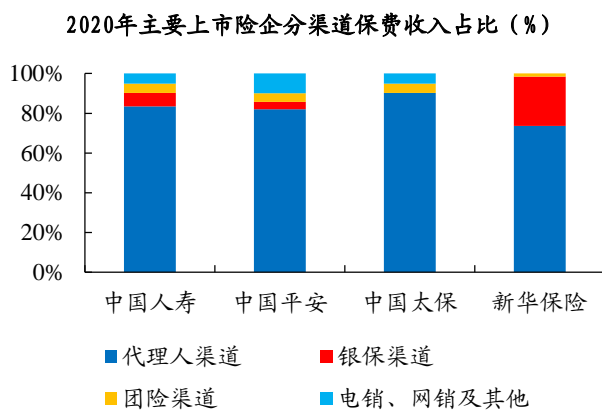
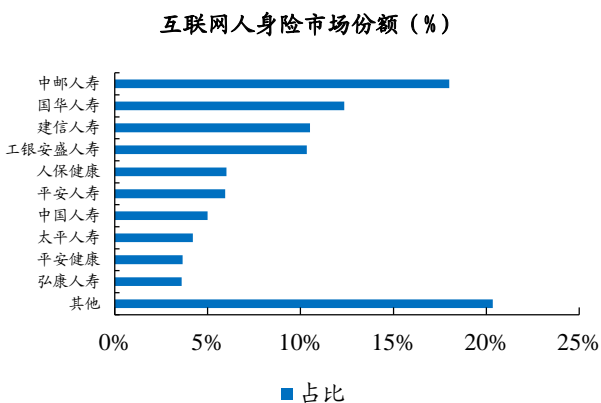
● 挑战：

互联网人身险市场竞争格局与传统线下格局不同。2020年经营互联网人身险保险公司共计61家，规模保费前五名分别为中邮人寿、国华人寿、建信人寿、工银安盛人

寿和人保健康，规模保费收入均超 210 亿元，中邮人寿最高达 380.2 亿元；传统人身险市场头部险企如中国人寿、平安人寿、太平人寿等互联网人身险规模保费收入仅约 120 亿元，相差较大，我们认为由于大型险企大多已拥有成熟且数量庞大的代理人队伍，因此其仍主要通过线下银保和代理人渠道获取保费。因此，互联网保险业务对中小险企来说或是实现弯道超车的绝佳机遇，人身险市场原有竞争格局或将受到一定影响。

图46: 互联网人身险第三方渠道占比超 80%

图47: 上市险企仍以代理人及银保渠道为主要业务渠道



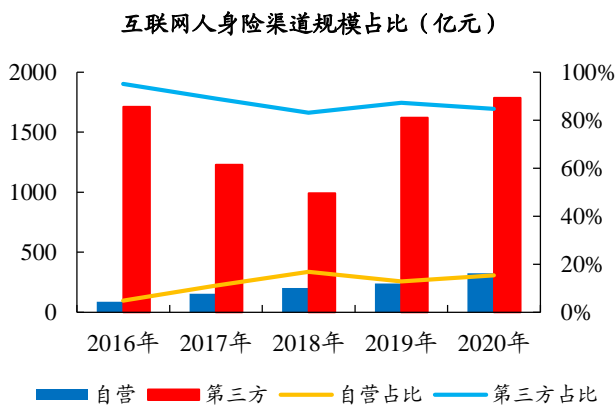
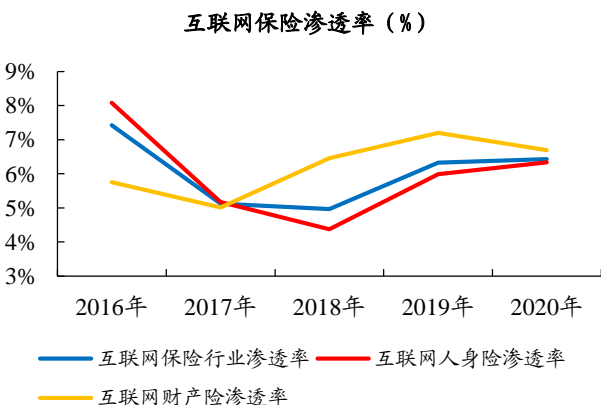
数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

侵蚀现有渠道，代理人展业难度提升。随着互联网技术的发展，保险产品持续丰富，投保、理赔流程更加方便快捷，近年互联网保费收入占总保费收入之比保持稳中有升态势。互联网保险业务多数通过第三方渠道引流、代销，部分互联网保险中介合作伙伴（微信公众号、微博“大V”等）为提高销量、获得更多渠道费用可能出现“诋毁代理人、抬高自身”的情况，结合其第三方中立背景，可能导致客户对保险代理人信任度降低，传统代理人渠道展业难度有所提升，现有销售渠道或受到侵蚀。

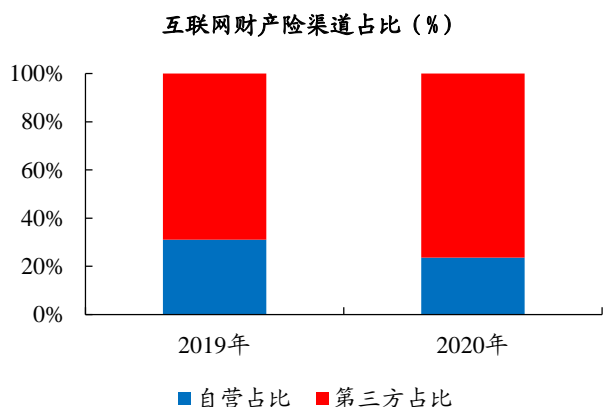
图48: 互联网保险行业渗透率稳中有升

图49: 互联网人身险第三方渠道占比超 80%

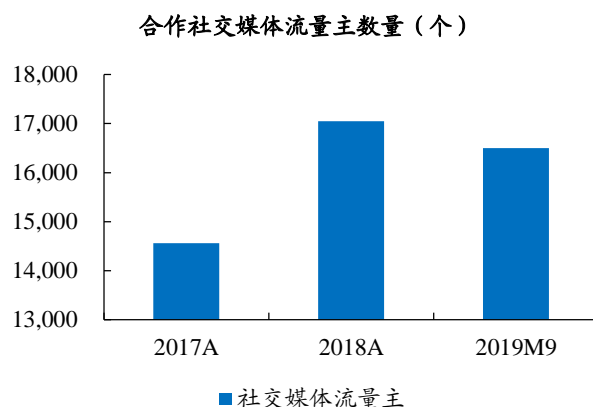


数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

图50: 互联网财险第三方渠道占比不断提升


数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

图51: 慧择 2019 年 9 月合作 KOL 超 1.6 万个


数据来源: 慧择招股说明书、开源证券研究所

● 机遇:

互联网保险可提高保险认可度, 扩大潜在客户群。 高质量微信公众号、微博“大V”等发布的保险知识科普类、保险产品对比类文章将有助于丰富人们对于购买保险产品必要性以及保险产品特性等的认识, 提高保险认可度, 提升其购买意愿。

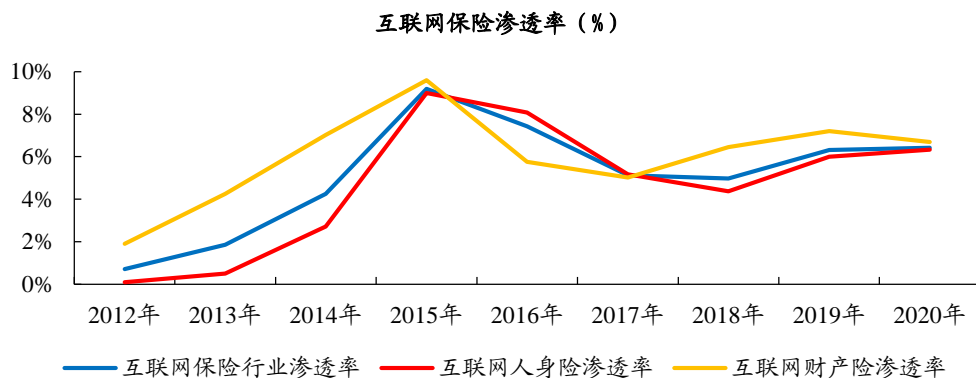
互联网科技促进线上线下融合, 推动科技赋能。 在疫情期间, 中国人寿上线多款互联网保险产品, 持续丰富寿险 APP、国寿 e 店等线上服务功能, 畅通线上线下链接, 2020 年, 寿险 APP 月活人数同比增加 48%, 个人长险及团险无纸化投保率达 99.9%、97.9%。保全和个人、团体理赔 e 化率同比分别提高 20、28 和 37 个百分点。平安寿险首创智能拜访助手, 打造保险服务与销售辅导的线上解决方案, 实现代理人“学、练、用”功能一体化, 全年累计服务 1700 万人次; 通过智慧保工具, 运用 AI 技术全面分析客户需求、制定保障计划, 全年实现超 150 亿元保费转化, 科技赋能成效显著。

4、传统险企顺应潮流，应对互联网保险带来变化

4.1、现状：互联网保险渗透率稳中有升，传统险企采取跟随策略

互联网保险渗透率稳中有升，当前尚无法撼动保险行业格局。2020年中国人身险保费收入33,329亿元、财产险11,929亿元，总保费45,257亿元，而互联网人身险公司保费收入2,111亿元、互联网财产险公司798亿元，互联网总保费收入2,909亿元，互联网保险渗透率为6.4%，人身险、财产险互联网渗透率分别为6.3%、6.7%，虽然渗透率仍然不高，但总体呈稳步上升态势。

图52：互联网保险渗透率总体呈稳步上升态势



数据来源：银保监会、中国保险业协会、开源证券研究所

传统大型险企互联网渠道市占率紧跟第一梯队。2020年互联网人身险前10中，中国人寿、中国平安、中国人保、中国太平等传统大型保险集团子公司占据5席，市场份额在3.7%-9.7%（平安人寿+平安健康市占率9.7%）区间，位列第二梯队（4% ≤ 市占率 < 10%），市场份额第一的中邮人寿占据18.0%，约为传统大型险企的3-4倍。保费规模上，头部互联网人身险公司领先传统大型险企约200-300亿元，传统大型险企保费规模处于90-200亿元（平安人寿+平安健康204.2亿元）区间，保费差距占比传统大型险企总保费比例不高。我们认为，传统大型险企在代理人、银保等传统渠道拥有绝对优势的前提下，互联网渠道采取跟随策略：保持不被主要竞争对手甩开，且保持克制、减少渠道费、技术服务费等费用支出投入，跟随开展科技能力建设，待到行业发展趋势明确时，快速发力，实现后来居上。

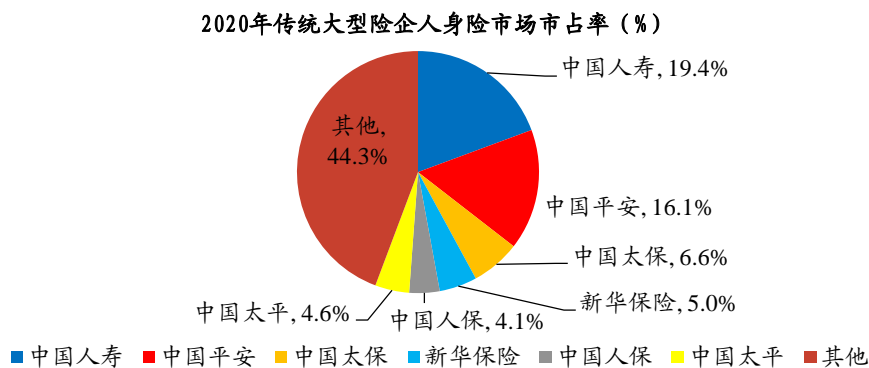
表22：传统大型保险公司互联网保险市场市占率处于第二梯队

排名	保险公司	互联网保费规模 (亿元)	市占率
1	中邮人寿	380.2	18.0%
2	国华人寿	260.7	12.4%
3	建信人寿	221.9	10.5%
4	工银安盛人寿	218.1	10.3%
CR4		1080.9	51.2%
5	人保健康	127.1	6.0%
6	平安人寿	125.6	6.0%
7	中国人寿	105.6	5.0%

排名	保险公司	互联网保费规模 (亿元)	市占率
8	太平人寿	88.9	4.2%
	CR8	1528.1	72.4%
9	平安健康	77.1	3.7%
10	弘康人寿	76	3.6%
	CR10	1681.2	79.6%
	其他公司	429.6	20.4%
	互联网人身险	2110.8	100.0%

资料来源：中国保险业协会、开源证券研究所

图53: 2020年传统大型险企在人身险市场仍占据较大份额

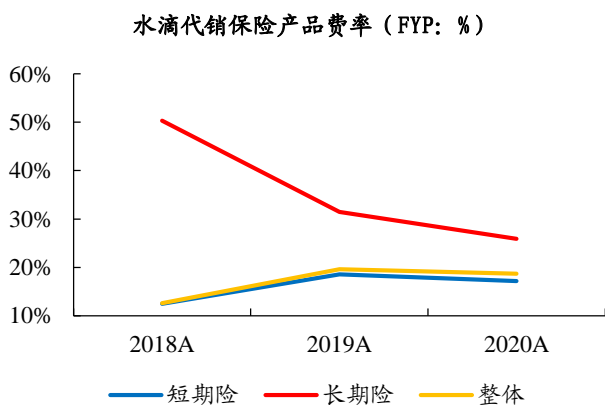


数据来源：银保监会、各公司公告、开源证券研究所

4.2、合作：接入互联网生态，与互联网中介及生态构建者开展合作

与互联网保险中介合作。传统大型险企通过与互联网保险经纪平台签订合作协议，按照险种、年期给予首年及续期佣金形式进行销售推广，模式简单，业务推动可依赖外部保险中介推广销售，所以该模式下遴选拥有稳定流量、专业能力强、客户服务能力强、转化率高的保险中介较为关键。销售费率方面，互联网保险渠道或略高于银行保险等兼业代理渠道，水滴 2018-2020 年代销费率均值为 12.6%、19.6%、18.7%，而 2020 年招行代理保险费率为 6.6%，或由于互联网保险渠道销售较多保障型产品导致。

图54：2020 年水滴整体代销费率为 18.7%



数据来源：水滴招股说明书、开源证券研究所

图55：传统大型险企选择与慧择等互联网经纪公司合作



资料来源：慧择公司官网

图56：传统大型险企选择与水滴等互联网经纪公司合作



资料来源：水滴公司官网

与领先互联网生态构建者合作，嵌入互联网生活消费场景。蚂蚁、腾讯等互联网巨头均构建了较完善的互联网生态，在其竞争激烈的移动支付和金融服务场景中，保险产品作为金融服务的组成部分，势必要被囊括进其生态中，传统险企自然作为保险产品供应商出现在各大互联网巨头的各类场景中。中国人保的人保健康通过此模式获得较快市场认知度及业务增长。2020 年人保健康保险业务收入 322.6 亿元，同

比+43.9%，互联网保费规模 126.8 亿元，同比+77.1%，知名产品好医保（人保健康悠享保个人医疗保险）保费规模 96.0 亿元，接近百亿，占比当年保费收入 29.7%。

图57: 微保选择多家保险公司作为其保险产品供应商



资料来源：微保官网

图58: 蚂蚁选择多家大型险企作为产品供应商



资料来源：支付宝 APP

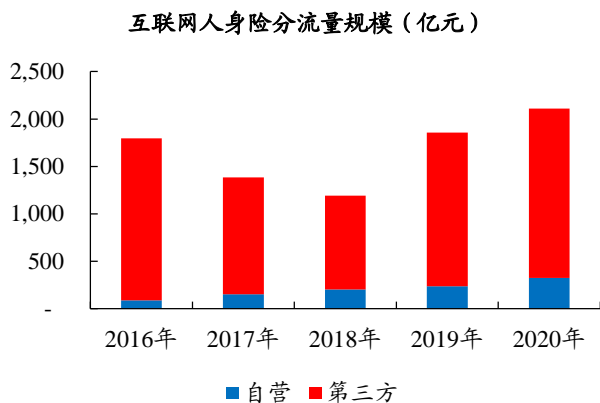
图59: 航旅意外险可有效嵌入航旅购买场景中



资料来源：携程 APP

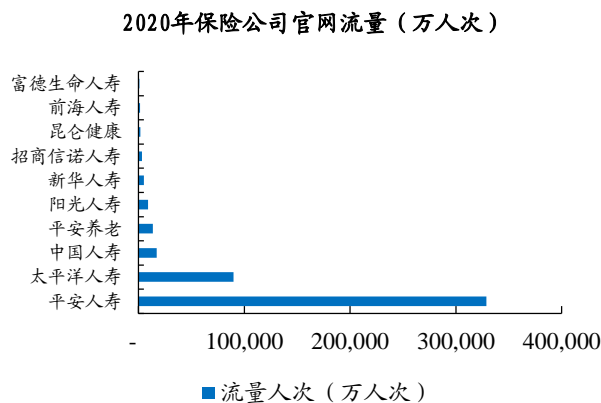
尝试建立自营平台，打造自有流量。2020 年互联网人身险规模 2110.8 亿元，其中通过第三方渠道实现保费 1787.0 亿元、保险公司自营平台 323.8 亿元，占比分别为 84.7%、15.3%，自营平台保费较 2016 年的 4.8% 提升明显。打造自营平台有助于保险公司提升品牌知名度并与潜在客户建立信任关系，从而实现自有流量的扩张，减少互联网渠道对于经纪公司与互联网生态构建者的依赖。

图60: 保险公司自营平台保费贡献占比逐渐提升



数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

图61: 平安人寿官网流量显著高于其他保险公司

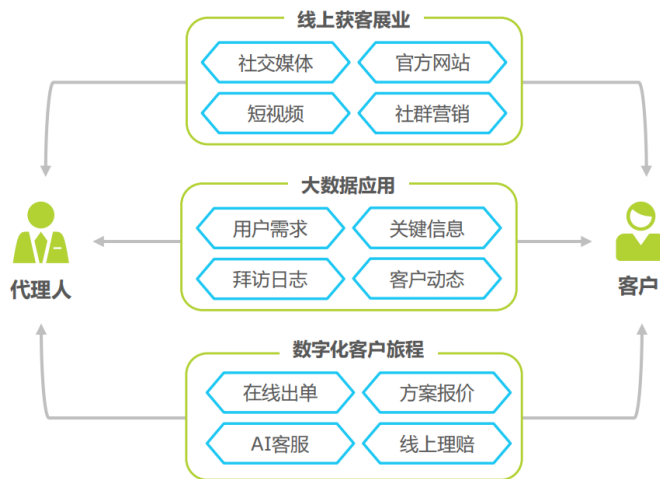


数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

4.3、借力：科技赋能，管理、经营线上化

互联网技术可赋能险企日常管理经营。互联网除了作为险企业务开展的一个渠道外，其技术可赋能保险公司日常的经营与管理。受新冠疫情影响，2020年代理人线下业务开展受到一定程度抑制，代理人渠道的展业与获客模式向线上化进行迁移，代理人展业的线上化迁移带动保险公司日常经营管理动作的线上化与智能化，多家上市险企推出线上增员、培训、产说会等作业形式以缓解线下模式受到的冲击，同时将管理举措例如签到、培训打卡、面访记录线上化，提升管理效率。

图62: 疫情推动代理人展业模式向线上化迁移

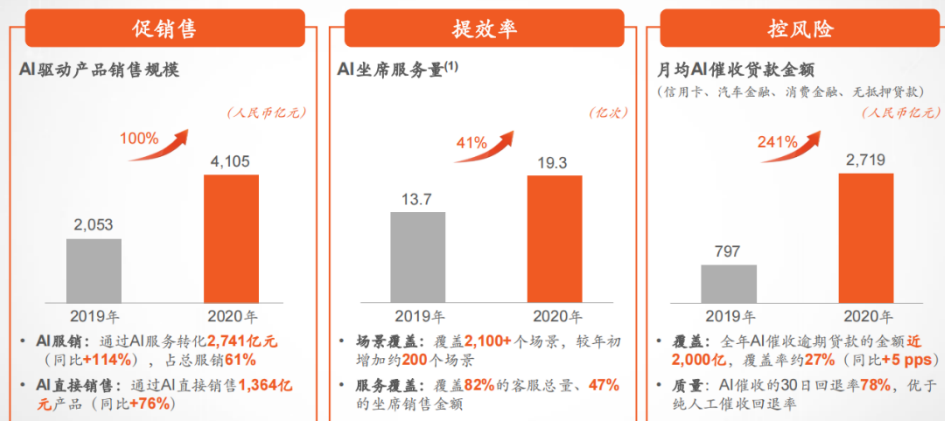


资料来源: 艾瑞咨询《科技定义保险新未来-中国保险科技应用价值研究报告》

科技应用助力降本增效。科技不仅可赋能代理人一线作业及管理层经营管理，对于中后台降本增效同样可起到良好作用：截至2020年末，中国平安累计申请科技专利31,412项，位居国际金融机构前列，中国平安通过AI赋能人工坐席，2020年AI人工坐席服务量达19.3亿次，同比增长41%，通过AI服务转化2,741亿元，同比+61%。众安在线在用户服务环节使用IVR（互动式语音应答），促进运营效率提升108%，技术的提升为众安在线2020年节约成本1亿元。

图63: 中国平安通过科技赋能实现降本增效

科技赋能主业：人工智能技术助力主业促销售、提效率、控风险



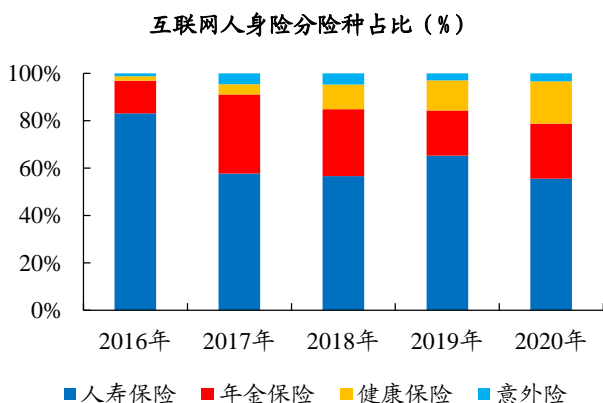
注: (1) AI坐席服务指语音机器人、文本机器人提供的贷款、信用卡和保险业务的外呼和应答服务。

资料来源: 中国平安公司公告

4.4、应对：差异化产品+服务抵御互联网标准化产品冲击

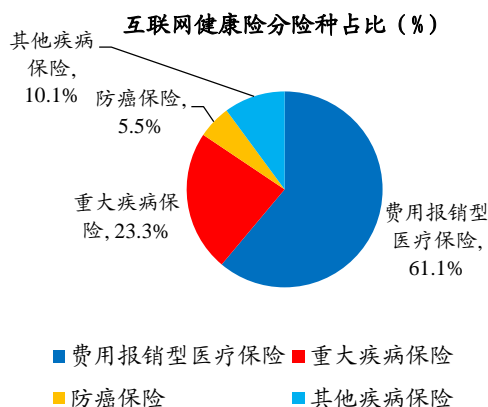
场景化、标准化、低件均产品更适宜于互联网保险渠道销售。保险销售过程中，需要解决两个关键问题：(1) 复杂的保险条款解读；(2) 客户与保险销售单位的信任壁垒。场景化、标准化保险产品保险条款简单、保费相对较低，可以相对轻松解决复杂条款及信任壁垒问题，与此相反，复杂高价值产品在互联网销售过程中，需通过潜在客户信任的 KOL 进行产品分析、对客户提前进行保险产品教育，通过 KOL 与客户间的信任关系缓解客户对于保险公司的不信任，同时辅以性价比优势吸引客户。

图64: 互联网健康险占人身险比重不断提升

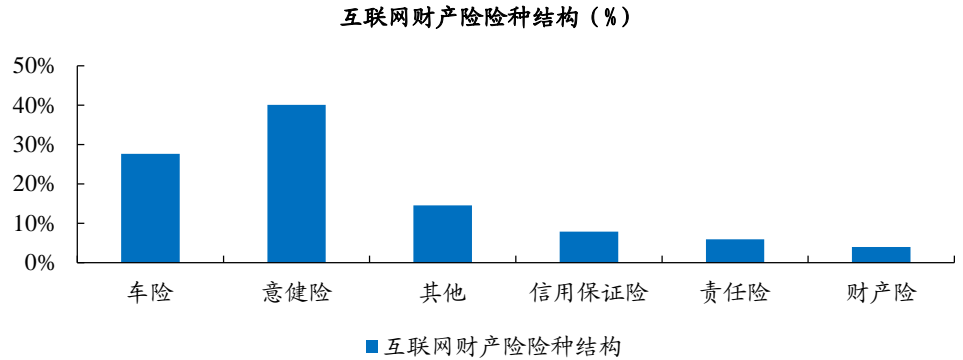


数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

图65: 健康保险中低件均报销型医疗险占比超 60%



数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

图66: 互联网财产险以低件均意健险为主


数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

产品+服务构建差异化优势, 守住线下护城河。面访客户并为其解读条款, 建立代理人与客户之间的信任羁绊是线下渠道所特有的优势, 专业的保障方案会打消客户的信任疑虑。除此之外, 线下保险销售可对接多种服务, 如健康管理及养老服务等, 多数延展服务标准与客户缴纳保费规模有关, 缴费规模高可享受高等级服务, 而互联网保险渠道所销售保险可享受普通服务或无额外附加服务。通过产品与服务的差异化结合, 保险公司可实现自有线下渠道的相对竞争优势, 建立线下渠道护城河, 应对互联网保险带来的影响。

表23: “老六家”传统头部险企均已上线健康及养老服务, 建立相对竞争优势

保险公司	健康服务	养老服务
中国人寿	蛮牛健康	国寿社区
中国平安	平安好医生	平安臻颐年
中国太保	太保蓝本	太保家园
新华保险	健管中心+康复医院	新华家园
中国太平	个性化健康管理方案	梧桐人家
泰康保险	泰康医生	泰康之家

资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

5、投资建议

互联网保险业务模式核心在于三点: (1) 流量优势; (2) 保险服务能力; (3) 科技应用能力。流量对于互联网生态中任何商业模式均至关重要, 与线下商业模式不同, 互联网生态中客户不会被动通过保险公司的主动触达进入其平台, 而需要互联网生态构建者主动引流或客户自发主动搜索, 而拥有自有流量则意味着稳定的客户基础且无需向流量平台支付渠道费用。保险服务能力上, 条款解读专业、配置方案全面、理赔服务及时, 为客户提供长久保障, 可打破客户对于互联网大额消费及保险的信任屏障, 建立信任关系。科技应用能力上, 投保、理赔流程顺畅、数据分析支持定价、大量数据实时处理均可提升客户体验, 建立技术壁垒。

中国平安: 线上线下双发力。中国平安旗下平安人寿、平安健康 2020 年在互联网人身险市场均进入前 10 名, 分列第 6、9 名, 若将二者合并考虑, 保费规模达 202.7 亿元, 市占率 9.6%, 排名升至第 5 名, 位于传统大型险企第一位, 接近互联网保险

市场第一梯队水平。自有流量充足，2020年平安人寿官网流量人次达32.8亿人次，排名第一，远超第2-第10名合计14.2亿人次流量，截至2020年末，平安好医生累计注册用户数3.73亿，日均咨询量达90.3万人次，生态圈流量潜力较大。且中国平安致力于以科技引领业务变革，拥有超11万名科技从业人员，多项专利位列全球第一。线下方面，中国平安寿险改革已进入全国推广阶段，围绕以客户为中心，进一步丰富“产品+”体系，构建“健康+、慢病+、重疾+”健康管理服务，打造线下“产品+服务”护城河。

图67：平安人寿官网流量远超第2-第10名

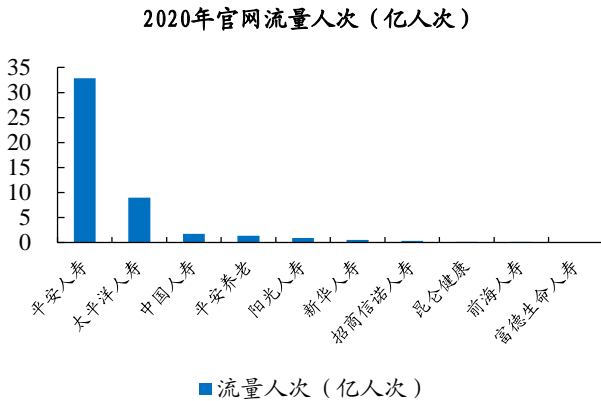
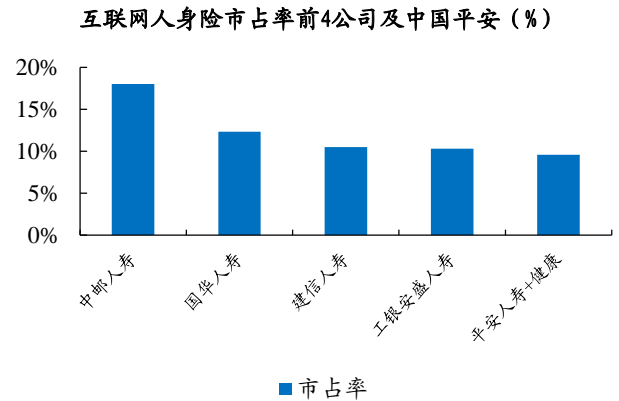


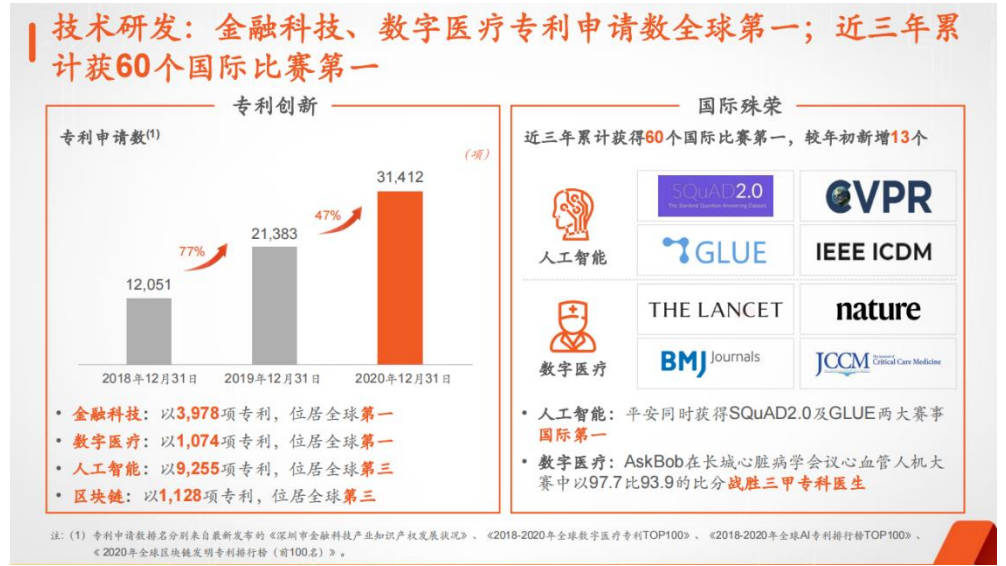
图68：中国平安互联网人身险市占率紧跟第一梯队



数据来源：中国保险业协会、开源证券研究所

数据来源：中国保险业协会、开源证券研究所

图69：中国平安多项科技专利全球第一

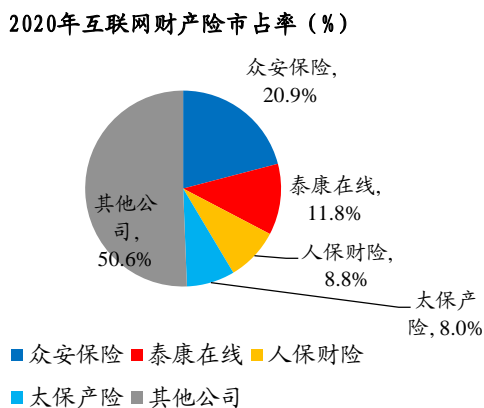


资料来源：中国平安公司公告

众安在线：互联网头部财险公司，科技壁垒优势明显，循序打造自有流量。众安在线2020年互联网财产险份额位居市场第一，市占率20.9%，领先第二名泰康在线9.2pct。众安在线率先切入互联网场景保险业务，积累数据、定价及科技方面优势，通过分布式核心系统“无界山”支撑海量碎片化保单，2020年出具约79.5亿张保单，服务客户约5.2亿名，实现建立科技壁垒。积极推动自有平台营销，2021年春节期间，众安在线成为抖音特约合作品牌，累计曝光次数150亿次，2020年自有平台贡

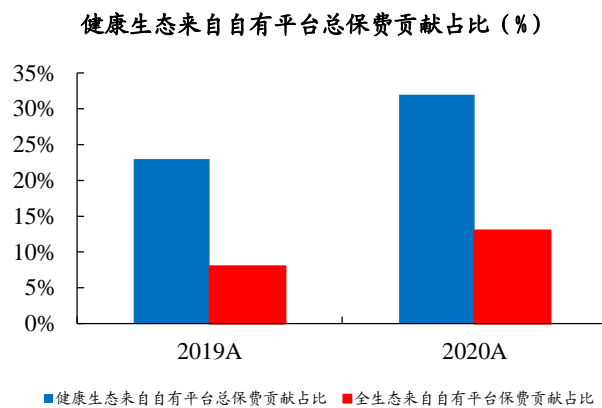
献保费 21.7 亿元，同比+94.6%，占比总保费 13%，较 2019 年提升 5pct，健康生态自有平台贡献占比 32%，较 2019 年提升 9pct，自有流量建设步伐稳健。

图70: 众安在线 2020 年互联网财险市占率第一



数据来源: 中国保险业协会、开源证券研究所

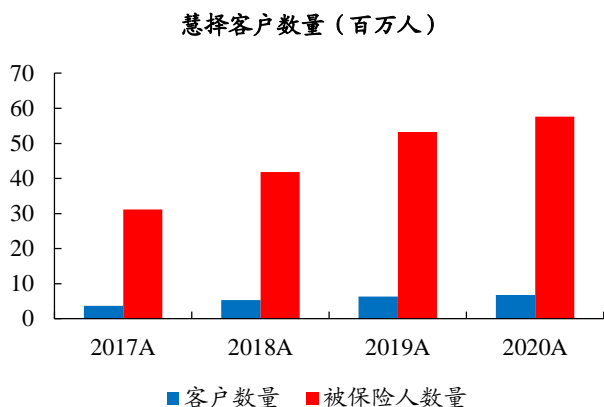
图71: 众安在线自有平台贡献保费占比逐年提升



数据来源: 众安在线公司公告、开源证券研究所

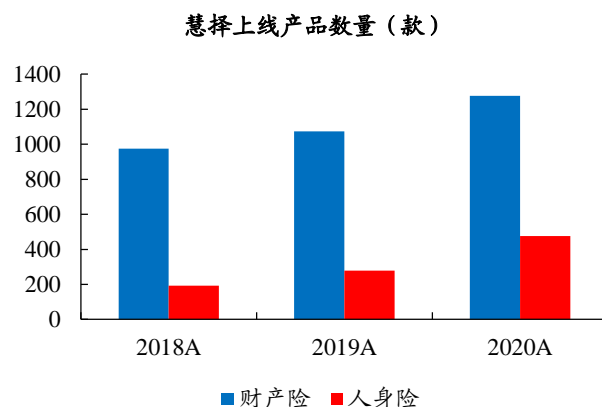
慧择: 全流程长周期客户服务, 建立互联网专业保险品牌。截至 2020 年底, 慧择投保数量 680 万人, 被保险人数量 5760 万人, 首年保费 15.7 亿元、同比+7.0%, 总保费 30.2 亿元、同比+49.9%, 已有一定存量客户基础, 且客户平均 32.7 岁(人身险不含年金), 慧择可长期服务绑定客户, 伴随其收入及保障需求增长全阶段。产品方面, 截至 2020 年底, 慧择上线 1277 款财产险、475 款人身险, 慧择保险顾问通过与客户沟通、咨询等方式为客户从接近 2000 种产品超市中进行挑选、配置。通过挑选产品、保单承保、保单管理及理赔协助四大类服务加深自身专业印象, 与客户建立信任关系, 打造专业、中立、负责的互联网保险经纪品牌形象。

图72: 慧择客户数量稳步增长



数据来源: 慧择公司公告、开源证券研究所

图73: 慧择上线产品数量总计接近 2000 款



数据来源: 慧择公司公告、开源证券研究所

水滴 P/S 估值略高于慧择, 众安在线 P/B 估值高于传统财险公司。水滴 2020 年 P/S 静态估值为 7.19 倍, 高于慧择的 1.73 倍, 约为 4 倍。而 Wind 数据显示, 保险经纪公司最高 P/S 为 4.16 倍, 平均则为 1.02 倍, 互联网经纪保险公司估值显著高于其他保险经纪公司均值。众安在线方面, 其 2020 年静态 P/B 估值为 3.07 倍, 动态 P/B 估值为 2.80 倍, 分别高于中国财险的 0.73 倍及 0.65 倍。

表24: 水滴估值略高于慧择

当前估计及估值情况		股价 (美元)		SPS			P/S	
证券代码	证券简称	2021/6/7	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	
WDH.N	水滴	8.47	1.18	-	-	7.19	-	
HUIZ.O	慧择	6.23	3.60	5.42	7.29	1.73	1.15	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述公司预测数据均来自于 Wind 一致性预期; 水滴尚无营业收入一致性预期; 水滴、慧择数据单位为美元。

表25: 众安在线估值高于传统财险公司

当前估计及估值情况		股价 (港元)		BPS		P/B	
证券代码	证券简称	2021/6/7	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E
6060.HK	众安在线	39.00	12.70	13.91	14.76	3.07	2.80
2328.HK	中国财险	7.28	10.02	11.24	12.18	0.73	0.65

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述公司预测数据均来自于 Wind 一致性预期; 众安在线、中国财险数据单位为港元。

互联网保险渠道尚不足以撼动传统渠道, 拥有流量、技术及服务优势的企业或领跑市场。中国平安互联网流量显著优于同业, 且在互联网人身险市场上处于第二梯队, 科技优势明显, 叠加寿险改革转型已进入全国推广期, 线下渠道代理人质量、产能有望改善, 或将领跑传统大型险企。众安在线为互联网财险规模市占率第一企业, 布局五大生态圈 (不合并生活消费及航旅), 在场景化保险及互联网健康险占据先发优势, 科技应用能力已有展现及积淀, 后续或借助品牌优势及规模效应进一步提升市占率。慧择专注互联网保险经纪, 为客户提供长周期全方位的保险配置、管理、保障服务, 市场营销策略针对其潜在客户, 未来或凭借良好口碑进一步提升市场份额。短期看, 受新冠疫情迟滞影响及重疾险需求释放的共同作用下, 2021 年上半年呈现高开低走, 全年或维持弱复苏态势。长期看, 各家传统险企均已着手升级代理人队伍, 提升客户触达效率, 互联网保险有望进一步提升民众保险保障意识, 推荐线上线下均具备优势的中国平安, 受益标的众安在线、慧择。

表26: 受益标的估值表

当前股价及评级表		EVPS				P/EV			BPS		P/B		评级
证券代码	证券简称	2021/6/8	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2020A	2021E	
601318.SH	中国平安	70.41	72.65	82.34	93.80	0.97	0.86	0.75	41.71	46.05	1.69	1.53	买入

数据来源: Wind、开源证券研究所

表27: 受益标的估值表

当前股价及评级表		EPS				P/E			BPS		P/B		评级
证券代码	证券简称	2021/6/8	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2020A	2021E	
6060.HK	众安在线	40.90	0.45	0.53	0.97	90.59	77.07	42.25	12.70	13.93	3.22	2.94	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 众安在线预测数据来自于 Wind 一致性预期; 众安在线数据单位为港元。

表28: 受益标的估值表

当前股价及评级表			SPS				P/S			BPS		P/B		评级
证券代码	证券简称	2021/6/8	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2020A	2021E		
HUIZ.O	慧择	6.15	3.60	5.42	7.29	1.71	1.13	0.84	1.38	1.60	4.45	3.84	未评级	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 慧择预测数据来自于 Wind 一致性预期; 慧择数据单位为美元。

6、风险提示

经济复苏不及预期; 保险需求超预期减弱; 互联网保险监管超预期收紧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn