



Research and  
Development Center

# 高成长的互联网保险领军者

— 众安在线（6060.HK）深度报告

2021年6月20日

非银金融首席分析师

王舫朝

S1500519120002

(010) 83326877

wangfangzhao@cindasc.com

非银行业研究助理

朱丁宁

zhudingning@cindasc.com

## 证券研究报告

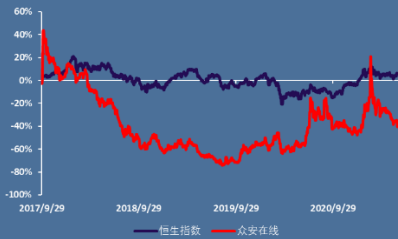
### 公司研究

#### 深度报告

#### 众安在线 (6060.HK)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价 (港元)	41.80
52 周内股价	27.95-78.80
波动区间(港元)	
最近一月涨跌幅 (%)	-0.80
总股本(亿股)	14.70
流通股比例 (%)	96.60
总市值(亿港元)	614

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 高成长的互联网保险领军者

2021年6月20日

### 本期内容提要：

- ◆ **众安为互联网保险行业开拓者，受益于互联网保险渗透率提升和百万医疗高景气。**众安成立于2013年，是由阿里、腾讯、中国平安联合成立的中国第一家互联网保险公司，目前已形成“保险+科技”双轮驱动业务模式。2020年末，公司实现营业收入184.93亿元，同比+22.3%，7年复合增长率为68%；归母净利润5.54亿元，同比扭亏为盈。受益于突发事件带动线下销售往线上转移和居民保障意识提升，叠加保险消费群体结构年轻化带来场景化消费需求提升，互联网保险行业迎来高景气，渗透率逐步上升。以百万医疗为主的互联网健康险发展更为迅猛，但仍存在产品件均低、渗透率不足等问题。众安作为互联网保险领域龙头，主打“尊享e生”系列的百万医疗险产品，有望充分受益互联网健康险的快速发展。凭借优秀的产品创新能力、科技能力及服务能力，众安市占率有望稳步提升。
- ◆ **“保险+科技”双轮驱动带动盈利能力持续提升。**保险业务方面，众安构建了健康、数字生活、消费金融、汽车等四大生态圈，其中健康生态占比最高（2020年：39.5%），且赔付率与渠道费用率最低，增厚了承保利润。健康生态通过提供智能化、定制化、个性化的健康医疗解决方案，实现保险保障、健康管理、医疗服务、疾病预防、跟踪干预。以百万医疗产品“尊享e生”及“步步保”为主的众安健康险，是整个健康生态的核心。受益于后疫情时代居民健康意识提升和流量往线上迁移，今年以来保费强劲增长，前5月保费收入同比增幅达44.4%。科技业务方面，众安通过暖哇科技、众安生命、众安科技等对保险进行赋能，互联网医疗、在线购药等健康服务的加持，打通从精准营销到保单购买到理赔、服务的链条，构建健康生态闭环。此外，公司2017年起开始拓展科技对外输出业务，2020年末，公司科技输出业务实现营收3.8亿元，同比+35.1%。
- ◆ **我们判断公司未来具备较大的盈利增长空间。**我们通过拆解众安盈利驱动因素，判断主要基于承保利润=（客户流量×转化率×ARPU）×（1-综合成本率），其中ARPU=客单价×复购/续保率。
  - ✓ **盈利驱动1：客户流量及客单价助力保费增长。**众安为摆脱过度依赖微信及蚂蚁等第三方平台，近些年加大了自有渠道建设。自有渠道有助于更好地沉淀客户流量，形成用户画像，开展客群分析及精准营销，并降低获客成本。2020年，公司大力开展自有渠道获客：通过媒体宣传、公众号、抖音、快手等平台为自身小程序或app引流，取得了良好的效果。为提高客单价，众安采取：1) 鼓励客户从个人保障到家庭保障的转变，提高人均保单数；2) 抓住客户健康险的保障升级需求；3) 公司开发除健康外其他场景的保险产品，激发客户潜在需求；4) 保障人群拓展至非标体，并细分产品版本及费率，提高非标体承保费率；5) 丰富百万医疗的产品责任与服务，提高件均。
  - ✓ **盈利驱动2：健康生态闭环提高客户黏性，提高续保率。**众安通过打造“险+医+药”健康生态闭环，运用互联网医院服务，实现客户疾病全周期覆盖，将低频保险转化为高频服务，增强与客户互动，提高客户对公司品牌认同感。2020年，众安客户黏性优于行业（续保率为81%）。
  - ✓ **盈利驱动3：“暖哇科技”与自有渠道建设的规模效应降低公司综合成本率。**“暖哇科技”通过与医院连接，控费控赔，所得数据反哺AI核保，降低公司赔付率。公司着力自有平台建设，短期增加公

司营销费用；但长期来看，自有渠道打通后有助于摆脱第三方渠道的费用恶性竞争，摊薄成本，达到规模效应，降低渠道费用率。

◆**盈利预测与投资评级：**我们看好公司在百万医疗市场规模不断提升当中，扩大市场份额。通过自身优秀的获客能力及客单价的提升为公司保费增长提供动力，并且通过自有渠道建设、暖哇科技的赋能及健康闭环的疾病管理降低综合成本率，从而持续扩大承保利润，在激烈的竞争中脱颖而出。我们预计公司 2021-2023 年，总保费规模为 218.0 亿元/286.3 亿元/363.4 亿元，同比+30.5%/+31.3%/+26.9%，实现归母净利润 5.57 亿元/6.27 亿/9.45 亿，同比+1.0%/+12.6%/+50.7%。由于公司业务为“保险+科技”双轮渠道，使用分部估值法，通过 PS 进行估值。综合海内外可比公司估值情况，我们给予众安保险业务 PS 估值为 3.0x；科技业务的估值取 10.0x，得出 2021-2023 年目标市值为 859.3/1134.0/1441.8 亿港元，对应 2021-2023 年目标股价为 58.5/77.1/98.1 港元。

◆**股价催化剂：**保险消费者结构持续年轻化、百万医疗险市场竞争趋缓、公司自有渠道建设加快达成规模化效应，公司客户流量及 ARPU 持续提升等。

◆**风险因素：**互联网保险销售监管政策进一步收紧、百万医疗险竞争加剧、自营平台建设速度不及预期、资本市场波动加大。

◆

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	15,124	18,493	23,349	30,167	38,248
增长率 YoY %	57.4%	22.3%	26.3%	29.2%	26.8%
归属母公司净利润(百万元)	-454	554	557	627	945
增长率 YoY%			1%	12.6%	50.7%
毛利率%	-0.31	0.38	0.38	0.43	0.64
净资产收益率ROE%	10.15	10.69	11.06	11.49	12.13
EPS(摊薄)(元)	3.35	2.74	2.17	1.68	1.32
市盈率 P/E(倍)	-111.57	91.49	90.96	80.75	53.60
市净率 P/B(倍)	3.40	3.23	3.12	3.00	2.84

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 6 月 18 日收盘价

## 目 录

一、投资聚焦	6
二、互联网保险渗透率有望持续提升	7
(一) 线下销售渠道受阻，线上健康险增速最高	8
(二) 主力消费群体年轻化，更看重健康险配置	8
三、百万医疗市场广阔，科技与服务成差异化竞争关键	10
(一) 百万医疗赛道空间广阔	10
(二) 市场同质化严重，惠民保冲击百万医疗需求	11
(三) 创新与服务转型是提高竞争力关键因素	12
四、众安是互联网保险行业的开创者及标杆	13
(一) 行业拓荒人，非车险财险领域龙头	13
(二) 股东背景雄厚，管理层经验丰富	14
(三) 规模扩张保持高增速，主业结构优化	15
(四) 扭亏为盈，财务指标稳健	15
五、“保险+科技”双轮驱动，业务结构不断丰富	16
(一) 保险业务：健康生态是保险生态核心	16
(二) 科技业务：对内赋能业务，对外输出增收	22
(三) 创新业务：虚拟银行与 ZA Insure 协同	26
(四) 资产管理业务：净投资收益率保持稳定	27
六、众安增长空间	27
(一) 保费收入：市场规模分析	27
(二) 保费收入：互联网保险盈利模式分析	29
(三) 成本：公司综合成本率有望下降	33
七、盈利预测与估值	33
(一) 盈利预测	33
(二) 估值	35
八、风险因素	36

## 表 目 录

表 1：四款互联网百万医疗险对比	11
表 2：惠民保与百万医疗险对比	12
表 3：众安保险发展历程	13
表 4：众安保险董事及高管（部分）	15
表 5：众安保险健康生态产品矩阵（部分）	18
表 6：众安海外业务成效（部分）	25
表 7：ZA Bank 定期存款利率情况（部分）	26
表 8：ZA Insure 已上线产品	26
表 9：众安“尊享 e 生”产品迭代路径	28
表 10：保险业务及科技收入预测（单位：百万元）	34
表 11：保险业务赔付率	34
表 12：保险业务渠道费用率	34
表 13：众安及可比公司业务及估值数据（截止至 2021 年 6 月 18 日）	36
表 14：众安在线估值表（亿元）	36

## 图 目 录

图 1：互联网保险保费收入及增速（单位：亿元）	7
图 2：互联网分险种保费及增速（单位：亿元）	7
图 3：互联网保险渗透率（%）	7
图 4：互联网保险部分险种渗透率变化	7
图 5：上市险企代理人数量下滑	8
图 6：2020 年至今各险企新单增速	8
图 7：每年新增保单中各年龄段占比	9
图 8：平安人寿人均保单量分布	9
图 9：90 后日常购物影响因素调查	9
图 10：90 后过去一年购买保险类型（2018 年）	9
图 11：百万医疗险的发展	10
图 12：百万医疗险市场规模	11
图 13：2016-2020 百万医疗险在 0-65 岁人群中渗透率	11
图 14：2020 年互联网财产保险市场份额图	14
图 15：2020 年互联网非车险市场份额图	14
图 16：众安保险股权结构（仅展示部分子公司）	14

图 17: 保险业务为众安主要业务 .....	15
图 18: 众安业务结构 (2020 年) .....	15
图 19: 公司保费保持稳健增长 .....	16
图 20: 公司综合成本率持续下滑 .....	16
图 21: 公司承保利润及归母净利润 .....	16
图 22: 众安保险产品结构 .....	17
图 23: 众安各保险生态占比变化 .....	17
图 24: 公司健康生态闭环 .....	17
图 25: 众安打造一站式健康管理解决方案 .....	19
图 26: 健康生态保费及增速 .....	19
图 27: 健康生态赔付率及渠道费用率 .....	19
图 28: 公司数字生活生态产品结构 .....	20
图 29: 创新产品贡献保费比例 .....	20
图 30: 众安与支付宝联合推出鼻纹技术 .....	20
图 31: 宠物市场规模及增速 .....	21
图 32: 其他国家宠物险渗透率 .....	21
图 33: 众安数字生活生态总保费及增速 .....	21
图 34: 众安数字生活生态赔付率及渠道费用率 .....	21
图 35: 消费金融生态总保费及增速 .....	22
图 36: 消费金融生态赔付率及渠道费用率 .....	22
图 37: 汽车生态总保费及增速 .....	22
图 38: 消费金融生态赔付率及渠道费用率 .....	22
图 39: 公司研发投入及占总保费比例 .....	23
图 40: 众安科技赋能保险业务闭环 .....	23
图 41: 众安暖哇科技 .....	24
图 42: 众安三大科技输出业务 .....	25
图 43: 科技业务营收及盈利情况 .....	26
图 44: 科技业务客户数 .....	26
图 45: 公司投资资产结构 .....	27
图 46: 公司总投资收益率及净投资收益率 .....	27
图 47: 众安在线机器人 .....	29
图 48: 科技引领保险价值链升级 .....	29
图 49: 公司健康险市占率 (财险) 不断提升 .....	29
图 50: 互联网保险盈利模式 .....	29
图 51: 2020 年 10 月保险服务类 APP 月活人数榜单 .....	30
图 52: 健康生态自有渠道保费销售占比 .....	30
图 53: 公司春晚抖音广告投放 .....	30
图 54: 众安精准化营销解决方案 .....	31
图 55: 众安健康生态 APRU (2020 年) .....	31
图 56: 众安数字生活生态 APRU (2020 年) .....	31
图 57: 众安不同平台 ARPU (2020 年) .....	32
图 58: 众安不同平台续保率 (2020 年) .....	33
图 59: 众安 forward PS .....	35
图 60: 众安及可比公司 PS (TTM) 估值图 .....	36

# 一、投资聚焦

## 与大众不同的认识

市场认为目前百万医疗险的激烈竞争格局和对第三方流量的依赖会对众安保费持续增长和获客成本产生较大冲击。我们认为，众安凭借自身卓越的竞争力，能够在激烈竞争中脱颖而出，实现盈利的可持续增长。

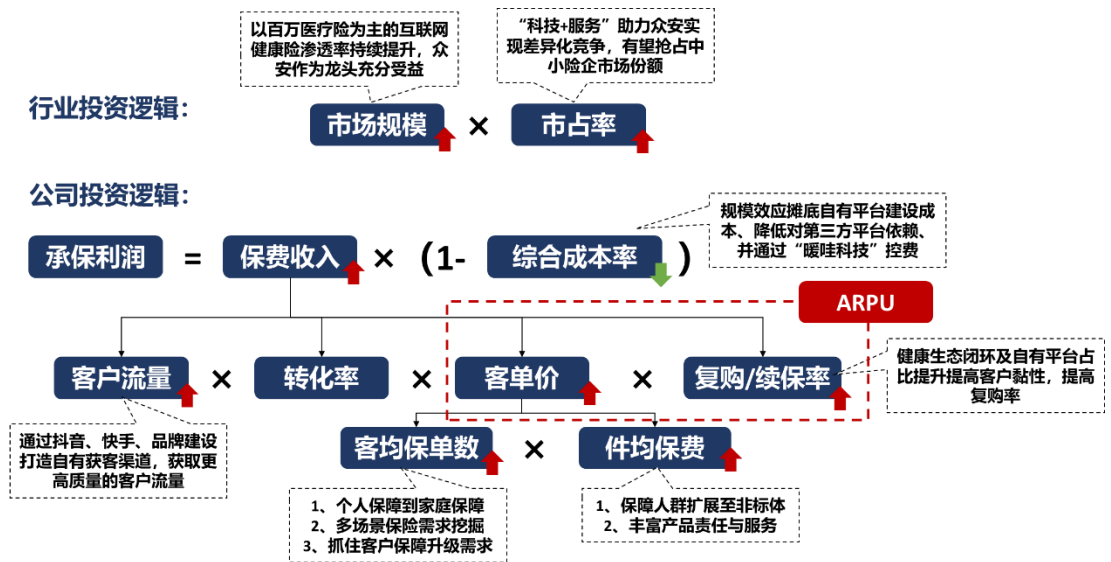
**公式一：保费收入=传统行业整体规模×互联网保险渗透率×众安市占率**

首先，受益于互联网保险渗透率的提升和百万医疗高景气，众安有望凭借在百万医疗险领域和科技领域的先发优势，进一步抢占市场份额。

**公式二：承保利润=保费收入\*(1-综合成本率)=(客户流量×转化率×客单价×复购/续保率)\* (1-综合成本率)**

其次，我们通过拆解众安盈利驱动因素，根据流量、转化率、客单价、复购/续保率和综合成本率，判断公司未来的盈利增长空间。流量获客方面，公司通过加大自有平台建设和优质的服务，实现流量的沉淀和大数据积累，实现精准营销，有助于提升用户粘性和实现流量二次开发。客单价方面，通过自有平台、健康生态闭环等建设，挖掘客户多场景以及从个体到家庭的需求，保障和服务进一步升级，助力客单价提升。众安通过医疗生态闭环与自有平台服务提高用户黏度，提高复购/续保率。成本方面，众安有望通过自有平台建设，打破对第三方平台的依赖，叠加规模效应的提升，实现获客成本的下降。另外，众安运用“暖哇科技”等科技手段有效控费减损。

## 投资逻辑思维导图

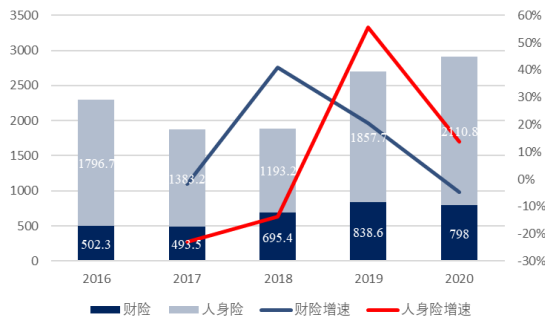


资料来源：信达证券研发中心

## 二、互联网保险渗透率有望持续提升

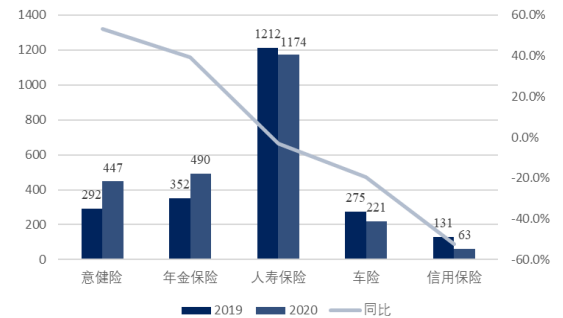
**互联网保险整体增速放缓，意健险表现亮眼。**随着互联网技术的发展以及我国网民规模的不断扩大，互联网保险享受了2012-2016年的快速发展，保费规模增长近20倍，众多保险企业布局互联网渠道。2016年起，互联网保费规模逐步放缓。根据中保协报告，2017年我国互联网保险（财险+人身险）保费规模负增长（同比-18.4%），2018年低速正增长（0.6%）。2019年由于互联网百万医疗高增，互联网保费收入同比+42.8%，但2020年增速降至+7.9%。拆分险企类型看，人身险公司保费收入2111亿元，同比+13.6%；受新冠疫情、车险综改、意外险改革、保证保险新规等因素影响，财险公司保费收入798亿，同比-4.8%。从细分产品上看，在整体保费规模增速放缓的背景下，意健险增速最高，同比+53.1%；人寿保险、车险及信用保险保费规模下滑明显，成为整体保费增速承压的主要因素。

图 1：互联网保险保费收入及增速（单位：亿元）



资料来源：中保协，信达证券研发中心

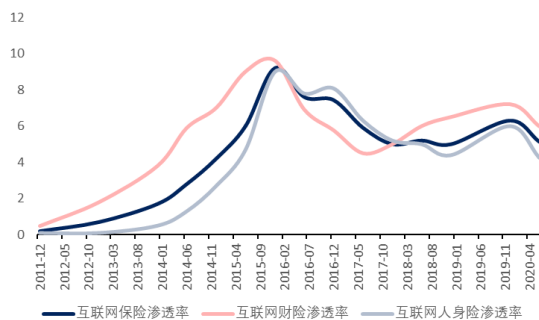
图 2：互联网分险种保费及增速（单位：亿元）



资料来源：中保协，信达证券研发中心

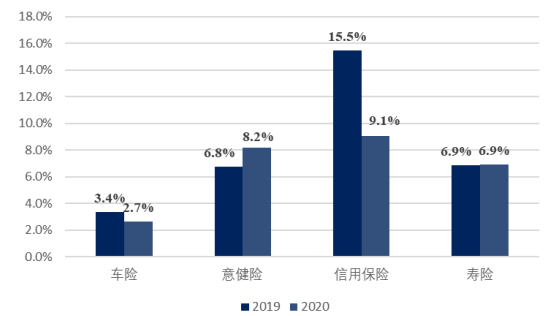
**互联网保险渗透率整体提升，其中意健险渗透率提升明显。**2011年至2015年，互联网保险发展迅速，渗透率从0.2%提升至9.2%，其中互联网财险渗透率从0.5%提升至9.6%，但后续因监管趋严有所回落。2018年后，随着政策的推进，行业步入高质量发展，市场逐步回暖带动渗透率修复，同时互联网财险渗透率始终高于互联网人身险，至2020年互联网财险渗透率为5.87%，互联网人身险渗透率为4.25%。细化险种分类上看，车险及信用保险渗透率在2020年出现明显下滑，寿险保持相对稳定。而意健险渗透率有明显提升，同比提升+1.4pct至8.2%。

图 3：互联网保险渗透率 (%)



资料来源：中保协，信达证券研发中心

图 4：互联网保险部分险种渗透率变化



资料来源：中保协，信达证券研发中心

**多重因素导致互联网保险处于阵痛期。**经过数年高速发展，我国的互联网保险渗透率有所下滑，因为：1) 监管机构近年来出台若干针对互联网保险及销售的规定，对线上保险销售保持高压态势；2) 车险综改及信用保险规定打击了相关产品的线上销售；3) 互联网参与者的不断涌入，竞争不断加剧。整个互联网保险行业处于阵痛期。但我们认为，互联网渗

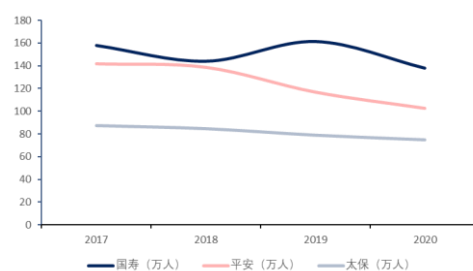
透率有望企稳回升，其中以百万医疗为代表的互联网健康险渗透率将逐渐提高，主要由于：

### （一）线下销售渠道受阻，线上健康险增速最高

**大型险企传统渠道代理人数量持续下滑。**从各家上市公司年报可知，2020年线下代理人数量持续下滑。以平安、太保为例，平安近四年人力从142万人降至102万人，太保从87万人降至74.9万人。2020年平安、国寿、太保人力增速同比-12.3%、-14.6%、-5.2%。一方面是由于疫情原因导致线下销售受阻，代理人收入下降致使人员流失；另一方面是各险企主动清虚，打造高质量队伍转型。人口红利的衰退，使得以往通过“人海战术”进行销售的方式难以为继。传统线下渠道经营亟待转型。

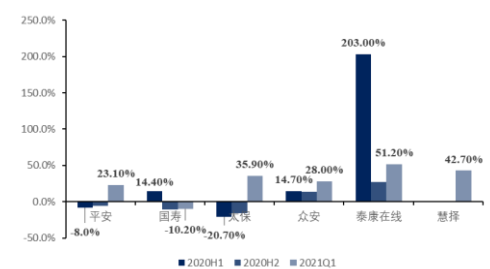
**线下渠道新单疲弱，互联网保险销售持续向好。**2020年上半年疫情期间，由于线下面对面营销受阻，各传统线下险企新单规模均出现了明显的下滑，平安、太保下滑-8.0%、-20.7%。部分互联网保险保费规模出现明显增长：其中，众安、泰康在线上半年实现保费收入增速同比14.7%、203%，表现亮眼。进入下半年，疫情逐渐向好，线下销售渠道却并未完全恢复，线上险企保费增速依旧亮眼（众安同比+28%，泰康在线同比+51%）。2021年一季度，在去年高基数下，泰康在线、众安等线上互联网公司保费收入依旧维持高速增长，泰康在线录得51.2%增长。而平安和太保等传统线下险企一季度新单增速仍低于泰康和慧择。借疫情契机，线上保险获取线下销售渠道客源，培养了客户线上保险购买的消费习惯，实现了客户从线下到线上的迁移，迎来新一轮发展机遇。

图 5：上市险企代理人数量下滑



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 6：2020 年至今各险企新单增速



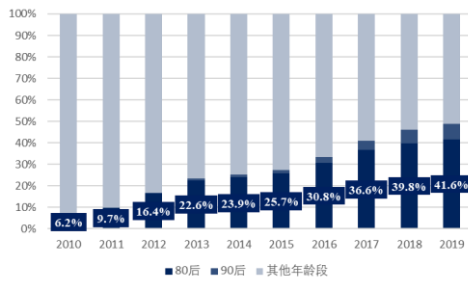
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**网销健康险成为最大增长点。**从各家公司险种来看，2020年众安、泰康在线、慧择增速最快的业务均为健康险，增速分别为37.4%、128%、50.6%。

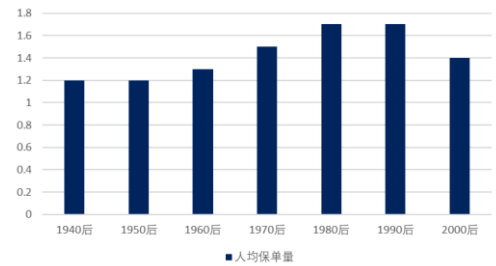
### （二）主力消费群体年轻化，更看重健康险配置

**保险消费呈现年轻化。**随着年轻一代保险意识的觉醒及风险意识的不断增强，以30-45岁为主力消费人群的保险消费结构发生了改变。作为城市中新的中产阶级，80、90后逐渐成为家庭主要的中坚力量及消费力。80、90后的整体消费观念、理财意识明显加强，更注重多元资产的配置。另外，在互联网媒介的逐渐丰富的背景下，自媒体领袖或各平台专业人士对新生代群体的号召力不断增强，直接影响他们的消费行为。根据《城市新中产保险消费生态报告》显示，新生代群体的保险购买比例呈现上升趋势。2019年，80、90后新增保单占比提升至48.9%，较2015年增长21.6pct。在对平安人寿持有保单的分析后发现，除了00后，越年轻的群体持有的人均保单量越多，主力消费群体80后和90后的人均保单量约为1.7左右，00后的人均保单量接近1.5。



**图 7：每年新增保单中各年龄段占比**


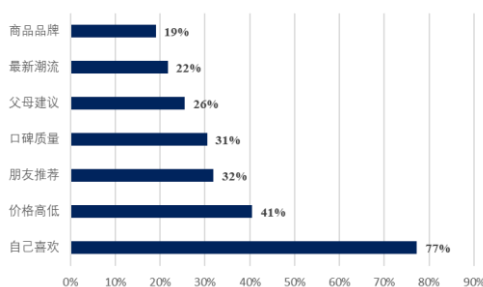
资料来源：《城市新中产保险消费生态报告》，信达证券研发中心

**图 8：平安人寿人均保单量分布**


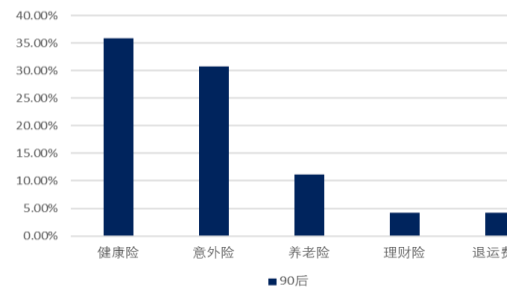
资料来源：《城市新中产保险消费生态报告》，信达证券研发中心

**互联网保险更符合新生代消费习惯。**新生代消费群体受教育程度提升，在选择商品消费时与70后、60后截然不同。宽阔视野及丰富的购物经历使得他们更注重自我决策，更愿意向第三方征询意见，在多方对比后得出结论，对线下代理人的依存度降低。新生代购买商品考虑前三个因素为喜爱程度、价格和信任朋友或独立专业人士推荐。新生代更追求彰显个性、性价比高的商品，购买商品时会进行同类产品对比，减少信息不对称性。互联网保险因具备以下特点：1) 所有产品及产品所有信息均展示在销售页面上，避免了线下代理人销售误导的可能性，给与了客户自主选择判断消费的机会；2) 互联网保险能够更好地将科技融入保险销售链条，在客户核保、理赔和服务时便能享受科技的便捷与新颖；3) 同时互联网保险定位消费群体更年轻化，较传统中大型保险公司更契合新生代的消费习惯，更能与新生代达到品牌共鸣。

**年轻消费者更看重健康险的配置，百万医疗受益最大。**根据泰康在线发布的《90后保险态度报告》中显示：新一代消费群体对风险的认知较其父母更高，更重视健康的支出。根据报告显示，90后过去一年购买保险的类型，健康险占比最高，达35.8%，意外险占30.7%，而养老、理财险占比仅为11.16%和4.19%。健康险中，百万医疗险有望享受最大红利，基于：1) 百万医疗险责任简单、保费较低、核保简单、期限灵活；2) 重疾险产品形态与责任相对负责，目前仍需代理人推广，不易线上销售；3) 百万医疗相比重疾和高端医疗件均低，线上销售决策周期短；4) 普通医疗险保额不足，无法涵盖大额的医疗费用支出，性价比较低。百万医疗险产品特点正好符合线下保险公司获客需要及线上互联网平台流量变现需要。根据中保协《2020年互联网财产保险市场分析报告》显示，2020年前60款热销产品中，有27款为短期健康险，累计保费收入占比为48.12%，主要为百万医疗险。我们预计在没有新产品替代的情况下，百万医疗险依然会成为各家险企的拳头产品，也是互联网保险发展的最重要产品之一。

**图 9：90后日常购物影响因素调查**


资料来源：易观智库，信达证券研发中心

**图 10：90后过去一年购买保险类型(2018年)**


资料来源：《90后保险态度报告》，信达证券研发中心

**因此，我们认为：线下传统渠道销售受阻，主力消费群体逐渐年轻化，消费习惯向线上转移，**

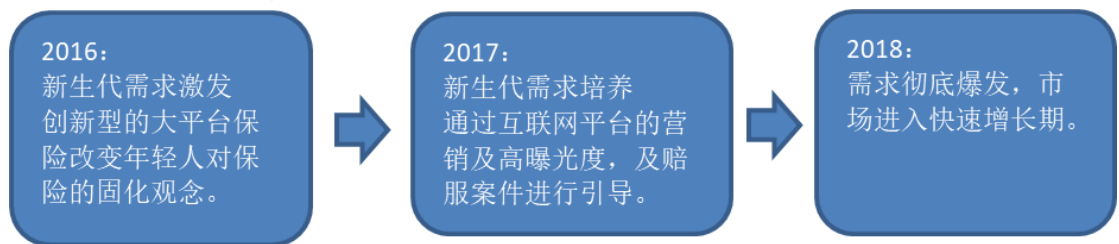
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

体现了极大的增长潜力，线上健康险渗透率有望持续提升。我们判断：未来互联网健康险保费增速超过线下渠道增速将延续，健康险（主要是百万医疗险）或将成为互联网保险规模发展的最大动力。

### 三、百万医疗市场广阔，科技与服务成差异化竞争关键

百万医疗险诞生于2016年。当年，众安上线“尊享e生”，平安推出了“e生保”，迅速风靡市场，年轻人的保险固化观念慢慢改变。2017年，各大险企及互联网企业纷纷入场竞争，微信平台推出的“微e保”、支付宝平台推出的“好医保”、超e保等产品陆续面世，通过互联网平台的营销与曝光，百万医疗险逐渐成为“网红”产品。经过一年的宣传，百万医疗险的需求快速培养了起来。2018年，百万医疗迎来了快速增长，如今已成为各保险公司的必备产品。

图 11：百万医疗险的发展



资料来源:信达证券研发中心

#### （一）百万医疗赛道空间广阔

**百万医疗险市场规模广阔。**根据艾瑞咨询机构测算，2019年百万医疗险的市场规模为345亿元，同比增长102.9%。2025年百万医疗险市场规模将达到2010亿元，年增速保持在20%以上。推动百万医疗险快速发展的因素主要有以下六点：

- 1) **医疗费用中商保支付占比较低。**根据艾瑞报告，目前我国商保在国民医疗支付依然较小，2019年占比仅为5.6%。随着医疗技术不断发展，医疗通胀不断加重社保及个人的支付负担。商业健康险作为医保外的补充，在未来医疗费用中的支付占比将不断提升。
- 2) **百万医疗险背后代表得中端医疗市场空间广阔，可延伸触达慢病及高端市场。**在百万医疗险诞生前，市面上的医疗险仅有低免赔额低保额的基础医疗险，以及面向高净值人群的高端医疗险，最庞大的中间群体医疗需求没有对应产品解决。百万医疗险通过免赔额设置，降低了产品保费的同时大幅提高了保障额度，打开了中端医疗大门。中国2035年中等收入人群或达8亿，中端医疗市场的客户群体在不断扩大，是未来百万医疗险的发展关键推动力。此外，我国约3亿的慢性病人群的保险需求尚未得到满足，百万医疗可以通过差异化的定价及责任设计，开拓慢病保险市场。还可通过对责任的丰富（如海外就医、海外用药等）、保额的提升、免赔额的下降等方式，令百万医疗险触达高端市场。
- 3) **百万医疗险市场渗透率低，提升空间大。**百万医疗险经过数年的快速发展，市场渗透率依然不足。根据艾媒咨询测算，2020年百万医疗险的市场渗透率仅为7.4%，同比+2.2pct，但与健康险渗透率26.4%相比，仍有较大提升空间。
- 4) **百万医疗险件均仍有提升空间。**根据保费及用户数测算，目前百万医疗险件均在500-600元之间。市面上的百万医疗产品责任简单，保障人群大多为标准体。随着未来责任不断深化，保障人群不断扩展，产品件均仍有提升空间。

**5) 后疫情时代国民健康意识的觉醒。**新冠疫情的爆发，使得国民保险健康意识不断提升，对保险固化的抵触思维不断改善，行业将出现健康险发展的窗口机遇期。百万医疗险作为健康险中责任简单、保费适中、性价比高的产品，将享受此次国民健康保障意识觉醒红利。

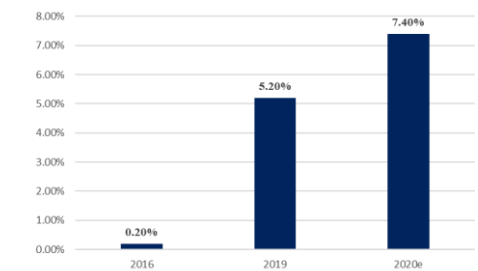
**6) 医药闭环的构建带动百万医疗发展。**医疗险作为支付端的重要工具，极易与医疗场景发生联系。“险+医+药”的闭环构建，不仅为客户提供医疗费用风险的转移，还为客户提供就医需求、用药需求的保障。整个医药闭环生态服务的建设对医疗险的销售及客户黏性的提高有较好的促进作用。

图 12 百万医疗险市场规模



资料来源：《中国百万医疗险行业发展白皮书》，信达证券研发中心

图 13：2016-2020 百万医疗险在 0-65 岁人群中渗透率



资料来源：《中国百万医疗险行业发展白皮书》，信达证券研发中心

## (二) 市场同质化严重，惠民保冲击百万医疗需求

**百万医疗险产品同质化严重。**自 2017 年百万医疗险受市场热捧后，各保险公司均开发了百万医疗险作为自己拳头产品，目前市面上百万医疗险供给丰富，市场竞争激烈。从产品责任上看，各险企百万医疗险的责任差异很小。以线上销售的众安、平安、支付宝、微信平台上的四款百万医疗险为例，主要责任均为一般医疗保险金与重大疾病保险金，保额均在 400 万以上，首次投保最高年龄限制均在 60 岁及以上，费率差异均在 ±10% 左右，产品同质化较为严重，客户的转换成本（购买另一家保险公司产品）低，导致客户粘性不高。各家险企通过提供附加责任或丰富的保单服务进行差异化竞争。如众安尊享 e 生 2021 可额外附加互联网门急诊责任及住院津贴责任，给予客户更多的自我选择权。同时提供更为多样化的服务，包括垫付、问诊、咨询、绿通和术后护理等。

表 1：四款互联网百万医疗险对比

公司	众安	平安	支付宝	微信
产品	尊享 e 生 2021	e 生保 2020	好医保	微医保
投保年龄	30 天-70 周岁	28 天-60 岁	28 天-60 岁	30 天-65 周岁
等待期	30 天	30 天	30 天	30 天
免赔额	一般医疗保险金： 1 万	1 万	6 年共享 1 万	一般医疗保险金：1 万
责任	一般医疗保险金： 300 万 重大疾病保险金： 300 万 恶性肿瘤质子重离子： 600 万 恶性肿瘤特定药品： 600 万 可额外附加：互联网 门急诊、住院津贴 贴等责任	一般医疗保险金： 200 万 120 种特定疾病保 险金：200 万 恶性肿瘤质子重离 子：100 万 第三方会诊费用： 2 次	一般医疗保险金： 200 万 100 种重大疾病保 险金：400 万 恶性肿瘤质子重离 子：100 万 恶性肿瘤特定药品： 保司直付 可额外附加：互联网 门急诊、住院津贴等 责任	一般医疗保险金：300 万 重大疾病保险金：300 万 恶性肿瘤质子重离子：600 万 恶性肿瘤特定药品：600 万 住院津贴：100 元/日 可额外附加：互联网医院、 互联网慢病

服务	医疗垫付、肿瘤特药、视频问诊、重疾绿通、图文咨询、术后护理	就医安排、三方会诊	重疾绿通、先行垫付	在线问诊、送药到家、快速就医、押金垫付、抗癌特药、二次会诊
费率	30岁，首年保费308	30岁，首年保费333	30岁，首年保费259	30岁，首年保费308

资料来源: 支付宝、微信、众安 app、平安官网, 信达证券研发中心

**惠民保受市场热捧，冲击百万医疗需求。**惠民保本质“城市定制型商业医疗保险”，具有商业性及普遍性，是介于医保及商业医疗险之间的产品。主要由各地政府与保险公司合作，通过医保账户缴纳保费，推出的创新型健康保障模式，补充医保外医疗费用。惠民保有几个核心特点：1) 有既往症的社保人群可投保；2) 高龄人群可投保；3) 免赔额较高，保额较高；4) 价格低、门槛低；5) 保险赔付大多仅限于住院。截至2020年，惠民保产品已经覆盖23省82地区179地级市。惠民保产品责任类型与百万医疗险类似，但保障程度较低；由于免赔额较高，价格远低于百万医疗险。以上海“沪惠保”为例，其与百万医疗险（以众安为例）的责任均分为：住院医疗费用、药品费用及质子重离子费用，但众安将住院医疗费用分成了一般住院及重疾住院，同时提高了各项责任的保额。除了在投保人群和价格上有一定优势，其他方面商业百万医疗险明显优于沪惠保。但由于惠民保拥有政府背书，且可以使用被保人的医保账户资金进行支付，消费者接受程度更高。惠民保为下沉市场的消费者提供良好的医疗解决方案，一定程度上冲击了商业百万医疗险规模的扩张，成为替代品。在内部竞争激烈背景下，惠民保分流对百万医疗需求造成一定冲击。

**表 2：惠民保与百万医疗险对比**

	沪惠保	商业百万医疗险（众安）
参保对象	上海医保卡持有者	均可投保
等待期	0天	30天
免赔额	2万	一般医疗为1万元，重大疾病无免赔额
既往症人群或年龄过高人群是否可以投保	可以	不可以
赔付比例	非既往症人群70%，既往症人群50%	使用社保后，报销100%
保险金额	住院医疗费用：100万（部分有单次限额或年使用次数限制） 特定高额药品费用：100万 质子重离子：30万	一般医疗保险金：300万 重大疾病保险金：300万 恶性肿瘤质子重离子：600万 恶性肿瘤特定药品：600万
住院医疗费用医保内自负部分	不能报销	可以报销
住院医疗费用医保内自费部分	仅限药品费、手术材料费、检查费	可以报销
住院医疗保险金报销范围	仅可报销住院期间的费用	特定门诊、门诊手术、住院前后门急诊等场景均可报销
续保	不确定	保司评估
保费	115元左右	30岁，首年保费308

资料来源: 信达证券研发中心

### （三）创新与服务转型是提高竞争力关键因素

**创新产品与服务、控赔及自建渠道成为险企差异化竞争的主要策略。**在百万医疗险竞争白热化阶段，险企主要通过以下方式破局：1) 从产品创新考虑，部分险企开始针对特定人群的保障痛点开发责任差异化的百万医疗险，满足人群的特殊需要。如针对高龄的老年防癌险、针对慢病人群的百万医疗险慢病版（有针对慢性病赔付的责任）、针对女性被保人开发的女性百万医疗险（部分女性特定疾病有额外赔付）以及海外就医责任的医疗险（触及高端客户）；

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

2) 从服务配套考虑, 险企不断增加保险背后的配套服务, 如重疾绿通、医疗垫付、视频问诊、第三方会诊, 打造用户体验。部分险企如众安、平安等推出互联网医院的服务, 为客户提供大病保障外的小病问诊送药, 打造高壁垒的服务, 将低频保险转换为高频服务, 提高客户粘性; 3) 从赔付方面考虑, 险企通过打通线下医院, 提高医疗控费能力, 降低赔付成本; 或与医疗产业链公司合作, 实现产业医疗, 医药资源协同; 4) 从销售渠道考虑, 险企提高自建渠道占比, 降低第三方渠道费用率的恶性竞争影响。

## 四、众安是互联网保险行业的开创者及标杆

### (一) 行业拓荒人, 非车险财险领域龙头

众安在线财产保险股份有限公司是中国首家互联网保险公司, 成立于2013年, 由阿里、腾讯、平安三家行业巨头出资设立。众安的诞生也意味着我国一直以来以线下为单一渠道的保险销售模式发生了改变。2015年, 众安第一款产品“众乐宝”上线, 是联合淘宝推出的国内首款网络保证金保险。与阿里的关联合作, 让众安迅速积累客户, 打响了品牌。同一年, 众安获得包括摩根、中金等多家知名金融机构的投资, 并成立“保赢车险”, 开展车险业务。2016年, 众安推出第一款百万医疗险“尊享e生”, 引爆了健康险市场, 同行纷纷效仿。2017年, 众安在香港上市。随后, 众安分别设立了众安国际、众安虚拟银行、互联网医院、ZA Insure等子公司。截止至2021年4月, 公司累计服务客户数5.2亿人, 累计保单量为79亿份。

表 3: 众安保险发展历程

时间	事件
2013年	众安在线成立
2015年	第一款产品“众乐宝”上线; 与平安保险共同发布共保模式车险品牌“保赢车险”; 联合途虎养车网、新焦点汽车维修推出轮胎意外保; 完成A轮融资, 募得57.75亿元
2016年	成立众安科技 推出百万医疗险“尊享e生”, 引爆市场
2017年	众安在香港上市 成立众安国际, 开展众安科技的海外科技输出业务 与支付宝合作推出“好医保”百万医疗
2018年	与软银和日本财险公司SOMPO达成科技输出业务合作
2019年	获得互联网医院、香港虚拟银行牌照
2020年	获得香港全数码化保险公司牌照

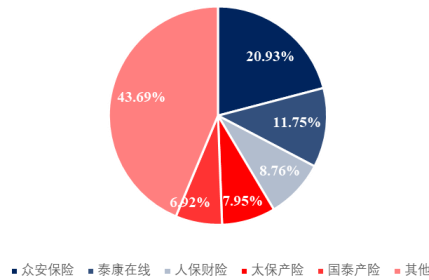
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

**众安的经营模式在于“保险+科技”双擎驱动。**众安不设任何分支机构, 只通过互联网展业。该模式突破行业原有的线下代理人传统渠道, 加快了行业线下到线上的转型。众安构建了百万医疗险、退货险、信用保证保险、意外险等多元化保险产品体系和科技赋能、科技输出的科技业务体系。公司的保险业务将客户群体瞄准新生代, 进行精准化营销、智能核保、简单理赔、费用直付、健康服务等全流程化的科技赋能, 提高用户体验, 以此弥补相对线下服务不足的缺陷, 实现差异化竞争。同时, 众安对内运用科技赋能, 通过自有平台和第三方平台, 从生态圈切入, 满足客户全方位需求, 对外通过子公司众安科技进行科技输出业务, 最大化提高保险科技经验及技术效用, 得到了国内外包括太平集团、太保集团、友邦保险等在内的大型险企的认可。

**众安市场份额占比居首。**2020年, 在全国互联网财险市场份额中, 众安以20.93%位列第一, 高于泰康在线(9.18pct)及人保财险(8.76%)。拆分来看, 众安在车险领域市占率并不高, 但在非车险领域, 公司以26.63%的市场份额位列第一, 远远高于泰康在线(13.83%)和国

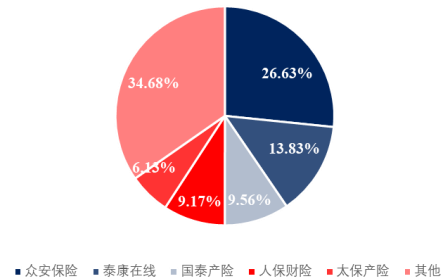
泰产险（9.56%），优势尽显。由于车险综改，各家财险公司的车险业务均受到不同程度的影响，而非车险领域成为目前财险公司保费新增长点。众安作为龙头有望享受未来非车险市场发展的最大红利。

图 14：2020 年互联网财产保险市场份额图



资料来源：中保协，信达证券研发中心

图 15：2020 年互联网非车险市场份额图

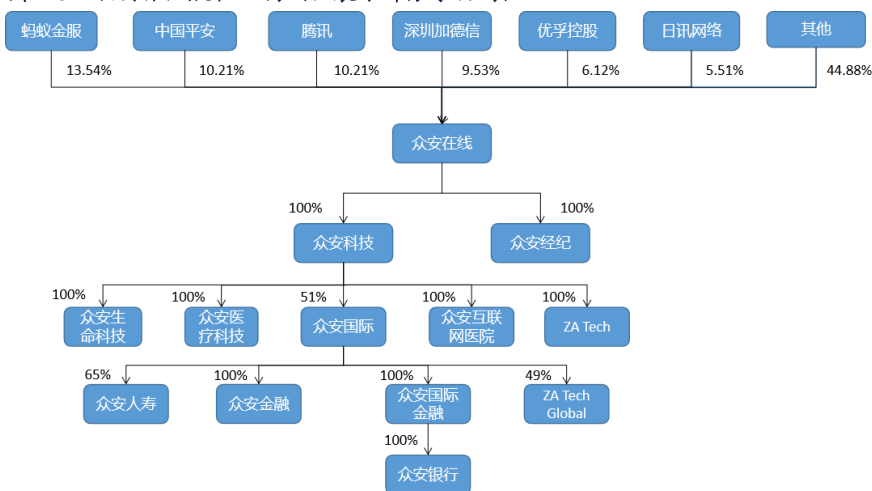


资料来源：中保协，信达证券研发中心

## （二）股东背景雄厚，管理层经验丰富

**强大股东背景，助力协同发展。**众安目前的前三大股东包括蚂蚁金服（持股 13.54%）、腾讯（持股 10.21%）、平安（10.21%）。背靠蚂蚁金服及腾讯两大互联网巨头，同时还有平安背后强大的保险资源和经验，为众安的“科技+保险”双轮驱动发展奠定坚实基础。众安通过与淘宝的合作，打入商家保证保险和买家退货险，迅速积累了客户及用户数据；通过与微信、支付宝合作，在平台上线保险产品，分享两大支付平台的线上客户及流量；众安通过借助平安资源设立“保赢车险”进入车险领域，降低了自建服务团队的时间与资金成本，迅速抢占市场。同时，众安的资源能反哺淘宝网购生态，丰富微信及支付宝保险业务的产品矩阵，弥补平安车险在互联网上获客能力的相对劣势。众安通过与三大巨头之间的资源共享，实现协同发展。截止至 2020 年底，众安共有两个子公司，分别是众安科技与众安保险经纪。众安的保险业务由众安在线开展，众安科技主要负责互联网医院业务、国际业务（包括 ZA Insure、众安银行、众安科技输出业务等）、生命医疗科技业务等；众安保险经纪主要负责众安经纪业务，主要对外代销长期健康险等产品。

图 16：众安保险股权结构（仅展示部分子公司）



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**管理层保险及科技经验丰富。**公司共 3 名执行董事（欧亚平、陈劲、欧晋升）、4 名非执行董事（韩歆毅、史良洵、尹铭、湛炜标）、12 名高级管理人员。公司主要高管均拥有保险、金融或科技等相关从业经验，能够较好把握互联网保险行业发展趋势。2019 年，曾任职于阿

里巴巴的姜兴，接替陈劲成为众安 CEO。姜兴强调保险科技是保险精益管理的必经之路，未来保险公司竞争一定是科技精益水平的竞争。管理层对科技创新极为看重，更加明确了众安在“保险+科技”双轮驱动的业务发展模式。

**表 4：众安保险董事及高管（部分）**

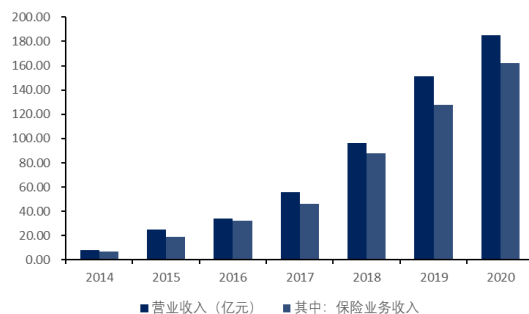
名称	从业经历/现任职务
欧亚平	曾任百仕达主席兼执行董事
陈劲	曾任中信银行信用卡中心总裁、招商证券副总裁、招商基金副总裁
欧晋升	曾任百仕达非执行董事，Thrive Capital 投资团队成员
韩歆毅	现任蚂蚁集团首席财务官
史良洵	现任平安产险副总经理，分管个人事业群
尹铭	曾任中国人寿财险保险总裁助理、副总裁；蚂蚁集团副总裁
湛炜标	现任腾讯金融科技副总裁兼腾讯投资合伙人。拥有超 20 年科技、媒体及电讯行业投资经验
姜兴	曾任阿里巴巴网络技术有限公司高级总监、浙江融信网络技术有限公司保险部负责人
王敏	曾任职于银保监会保险监管部门
李高峰	拥有近 20 年的金融行业背景
邓锐民	具有丰富的财务管理经验
张勇博	拥有丰富的保险法律经验

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### （三）规模扩张保持高增速，主业结构优化

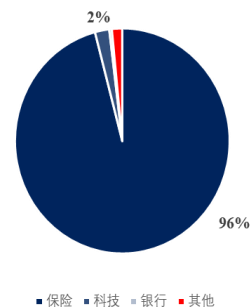
**业务规模持续扩张，业务结构不断丰富。**众安自 2013 年成立以来，业务发展迅猛。2020 年末，公司实现营业收入 184.93 亿元，同比+22.3%，7 年复合增长率为 68%。其中，营收中归属于保费业务收入 162.2 亿元，同比+26.7%。公司通过百万医疗险等“网红”产品，迅速扩大了保费规模，保险业务仍为众安的主要营收来源（占比约 96%）。同时，众安业务结构不断丰富。2017 年以前，众安仍以保险单一业务为主，而后凭借众安科技成立，公司开始拓展科技对外输出业务。随着客户数据的积累及模型、技术的不断完善，科技业务增长迅速，并取得众多客户的认可。2020 年末，公司科技输出业务实现营收 3.8 亿元，同比+35.1%。2019 年，公司取得了香港虚拟银行牌照，开始开展银行业务，2020 年实现收入 0.68 亿元。

**图 17：保险业务为众安主要业务**



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 18：众安业务结构（2020 年）**



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### （四）扭亏为盈，财务指标稳健

**总保费维持双位数增长。**2015 年，公司抓住电商浪潮及互联网贷款行业发展机遇，在众多互联网平台上推出退货险、保证保险及意外险（航意险），迅速做大了公司保费规模，当年保费增速高达 187%。2016 年，公司再次抓住百万医疗险的蓝海市场，率先推出“尊享 e

生”产品抢占市场，享受了近三年的市场红利，连续两年保费增长率保持在70%以上。随后公司保费持续深耕健康险市场，保费保持稳健增长。2020年众安实现总保费167.1亿元，同比+14.2%，连续六年维持双位数以上增长，年复合增长率为49%。

图 19：公司保费保持稳健增长

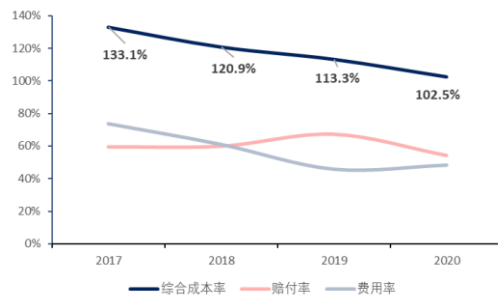


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**综合成本率连续三年下降。**得益于业务结构的主动求变，受益于有质量的增长、产品结构的优化及科技驱动的降本增效，公司综合成本率下降明显。2020年公司综合成本率为102.5%，同比下降10.8pct，保持三年下滑。拆分来看，公司的2020年赔付率下降13.3pct至54.1%，源于：1) 公司通过智能风控及智能核保以及在经济疲软下对部分贷款增信业务的收缩，消费金融生态赔付率从2019年97.0%下降至2020年63.3%；2) 公司减少赔付率高额团险业务。公司渠道费用率上升2.5pct至48.4%，主要由于自有渠道建设不断加快对冲市场竞争导致的渠道费用上升。

**承保亏损大幅缩窄，归母净利润扭亏为盈。**得益于综合成本率下降，承保业务亏损指标显著改善。2020年，公司承保亏损4.08亿元，同比下降76%；归母净利润5.54亿元，去年为-4.54亿元，扭亏为盈。

图 20：公司综合成本率持续下滑



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 21：公司承保利润及归母净利润



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

## 五、“保险+科技”双轮驱动，业务结构不断丰富

### (一) 保险业务：健康生态是保险生态核心

**保险业务成熟，生态圈持续优化。**通过近十年发展，众安的保险业务生态已基本定型，形成健康、数字生活、消费金融、汽车等四大生态圈。健康生态主要为客户提供智能化、定制化、个性化的医疗或疾病解决方案；生活消费生态主要为客户的互联网时代新的生活、消费、出行提供一系列保障计划；消费金融生态则面向互联网消费平台，为第三方平台贷款客户增信，通过技术与风控提供资金保险保障服务；汽车生态则通过“保车车险”与平安财险合作为客户提供汽车全周期、一站式的解决方案。近几年，公司把握住健康险爆发的机遇，大力发展以



百万医疗为代表的医疗险和以防癌险为代表的疾病险，减少了责任险、团体意外险、航意险等盈利能力较差的险种，使得公司的保费规模及盈利水平逐步提升。公司的生态圈持续优化，2019年将原有航旅生态并入生活消费，并在2020年经济环境疲软的宏观环境下缩减了消费金融生态。2020年，健康生态及数字生活生态实现总保费收入为66.0亿元及63.0亿元，同比+37.4%、+25.2%，占比为39.5%、37.7%，同比+6.6pct、+3.5pct。消费金融生态占比13%，较去年下降8pct，保费同比-30.1%；汽车生态占比8%，较去年下降1pct，保费同比+5.1%。

图 22：众安保险产品结构

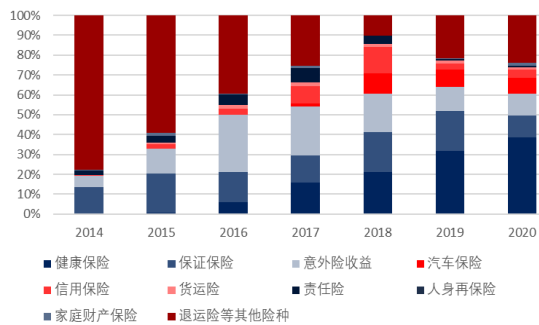
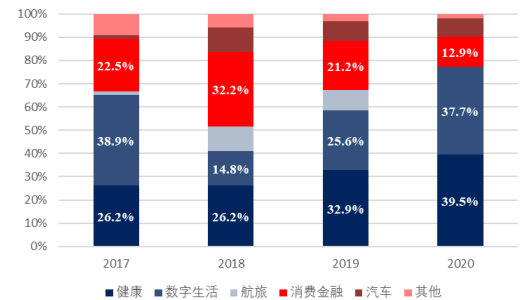


图 23：众安各保险生态占比变化



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

## 1、健康生态：百万医疗的奠基人，打造健康生态闭环

健康生态是众安最重要的生态圈。健康生态通过提供智能化、定制化、个性化的健康医疗解决方案，实现保险保障、健康管理、医疗服务、疾病预防、跟踪干预。以百万医疗产品“尊享e生”及“步步保”为主的众安健康险，是整个健康生态的核心。通过暖哇科技、众安生命、众安科技等对保险进行赋能，互联网医疗、在线购药等健康服务的加持，打通从精准营销到保单购买到理赔、服务的产链条，构建健康生态闭环。众安通过“保险+科技+服务”的深度融合，打造用户的一站式体验，实现差异化竞争。

图 24：公司健康生态闭环



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司形成了丰富的产品矩阵，“尊享e生”系列为拳头产品。众安健康险分为“尊享e生”系列为主的百万医疗险及多次给付的短期重疾险。众安依据不同客户的特征及需求，区分细化了“尊享e生”的保障责任：“尊享e生2021”相对于基础款百万医疗，升级了可附加的疾病保额扩展、互联网门急诊、住院津贴、重疾保险金等责任；同系列中的“全家桶”主打家庭投保

的客户群体，投保年龄设置得更为宽松，同时推出了费率优惠政策；“优甲版”则面向目前已患甲状腺结节的客户，解决该客群无法购买保险的痛点。此外，针对三高、亚健康人群，公司还推出了慢病版产品，针对父母、家庭经济支柱等家庭角色，也设计了针对性的产品。在医疗险基础上，公司开发了1年期的多次重疾，补充了健康险产品体系，使得产品矩阵更完整。

**表 5：众安保险健康生态产品矩阵（部分）**

名称	定位	投保年龄	保险责任
百万医疗险 2021	基础款	30 天-70 周岁	一般医疗：300 万 重大疾病：600 万 质子重离子：600 万 恶性肿瘤药品：600 万
尊享 e 生 2021	升级版，可附加责任	30 天-70 周岁	一般医疗：300 万 重大疾病：600 万 质子重离子：600 万 恶性肿瘤药品：600 万 可附加：指定疾病及手术扩展保额、互联网门急诊、住院费用补偿、重疾住院津贴、重疾保险金
尊享 e 生全家桶	全家投保	30 天-80 周岁	与尊享 e 生类似，但 66-80 周岁责任受限，多人投保有优惠
尊享 e 生（优甲版）	甲状腺结节患者	16-60 周岁	一般医疗：200 万 重大疾病：200 万
百万防癌险	三高、亚健康人群可保	30 天-80 周岁	恶性肿瘤医疗保险金：200 万 质子重离子：100 万
百万医疗保险爸妈版	父母	41-70 周岁	一般医疗：300 万 重大疾病：600 万 质子重离子：600 万
奋斗保	家庭经济支柱	18-60 周岁	一般医疗：300 万 重大疾病：600 万 质子重离子：600 万 恶性肿瘤药品：600 万 意外身故赔付：20-100 万不等 猝死：20 万
重疾险（多次赔付）	基础款	不同计划可投保年龄不同，10 万版最高 60 岁	五大类重疾，每类 100% 保额 50 种轻度疾病，30% 保额 特定疾病，100% 保额 身故，100% 保额

资料来源：众安 app，信达证券研发中心

**布局互联网医疗，低频保险向高频服务转变。**互联网医院是众安健康生态服务的重要一环。医疗保险受欢迎的背后意味着庞大的就医需求市场，同时也意味着就医资源的稀缺。众安在 2019 年获得互联网医院牌照，与第三方医院合作，为用户提供在线问诊服务，并开具电子处方，用户可享受送药上门服务。公司将众安医疗资源与保险结合，2020 年推出了“尊享 e 生 2020（门急诊版）”。客户可以直接通过众安互联网医院进行问诊送药，费用则由保险进行报销。随后，众安又将该项权益扩展至“尊享 e 生 2021”及其他百万医疗险，通过医疗服务与保险保障的无缝联合，打造集在线问诊、医疗信息、送药上门、健康管理为一体的一站式健康管理解决方案，促进健康险的销售。线上医院服务增加了公司与客户服务的互动频率，为后续跟踪干预、健康管理打下基础，提高了客户对品牌认可度和粘性。

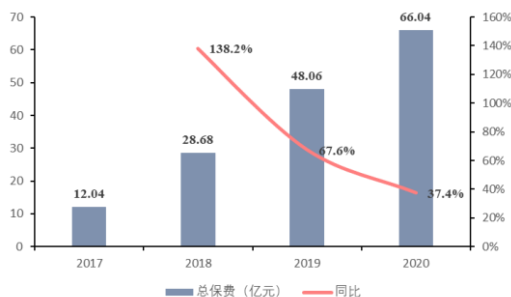
图 25：众安打造一站式健康管理解决方案



资料来源：《众安2020年全年业绩展示》，信达证券研发中心

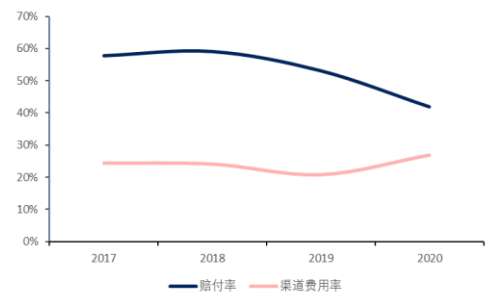
保费规模上升，赔付率下降明显。2020年，众安健康生态实现总保费66.04亿元，同比增长37.4%。赔付率下降至41.8%，同比下降了11.2pct，源于公司减少了赔付率较高的健康险团险（目前占比只在5%左右）。渠道费用率较2019有所上升（同比+6.1pct），源于渠道流量竞争导致的费用提升。

图 26：健康生态保费及增速



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 27：健康生态赔付率及渠道费用率

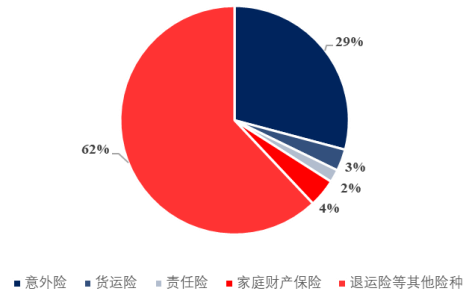


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

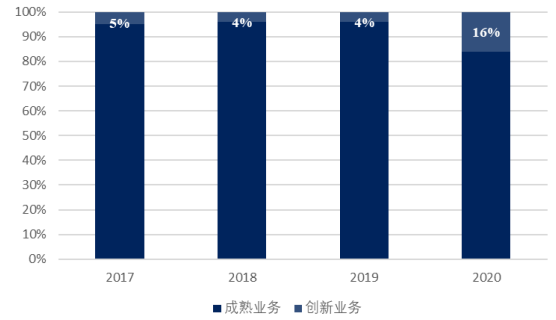
## 2、数字生活生态：退运险占比高，宠物险或成新“网红”

数字生活生态主要包括退货、产品质量、物流、售后服务、商家保证金等场景的风险保障，2019年合并了公司的航旅生态，成为仅次于健康的另一大生态板块。

公司产品矩阵完善，主要为B2B2C模式。公司数字生活生态主要产品为意外险（航意险为主）、货运险、责任险、家庭财产保险、退运险及其他创新产品。其中，退运险及其他创新产品占比最高（62%）。公司该生态业务主要运营模式是进入大流量平台，进而为平台客户提供保险服务。公司与阿里合作，为淘宝买家提供退运险，为淘宝卖家提供商家保证金，为部分销售商品提供质量保证保险；公司已经打入商旅的OTA渠道，包括携程、飞猪、同程、去哪儿网等，为平台客户提供航意险。在创新产品上，公司开发了碎屏险，通过第三方渠道销售，客户通过对手机拍照上传即可投保，运用大数据进行风险管控及差异化定价。宠物市场规模不断扩大，公司顺势开发了宠物保险，并通过支付宝等平台对外销售。碎屏险及宠物险的开发，体现了公司布局广泛互联网生活场景，挖掘消费者痛点的创新产品能力。创新产品保费贡献占比提升，从2019年的4%上升至2020年16%，驱动用户价值增长。

**图 28：公司数字生活生态产品结构**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 29：创新产品贡献保费比例**


资料来源：《众安 2020 年全年业绩展示》，信达证券研发中心

**众安布局宠物保险，打造宠物生态。**众安在 2019 年联合支付宝平台推出了宠物险，并且开放了宠物鼻纹识别技术。客户能够通过拍照为宠物建立档案，提高投保友好度、提高理赔效率、加强反作弊性，一定程度上解决了宠物险存在的道德风险缺陷，提升了产品风控，并降低投保门槛，将综合成本率控制在较低水平。此外，技术的加持还能够提高年轻一代对品牌认可程度，提高客户粘性。宠物生态建设方面，众安通过 O2O 模式，将线上流量转换为线下，搭建线下宠物社区生态。目前公司已联合杭州市政府、绍兴市政府通过鼻纹识别技术，布局城市宠物管理、宠物走失等应用场景。目前经过一年的技术沉淀，众安宠物险已经服务数十万客户，获得几千万的保费收入。公司看好并致力于宠物保险发展，公司通过科技进行智能投保及理赔，降低了道德风险，控费效果显著，竞争力凸显。

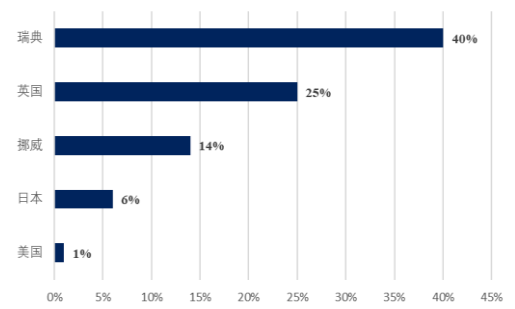
**图 30：众安与支付宝联合推出鼻纹技术**


资料来源：搜狐网，信达证券研发中心

**宠物保险有望成为下一个“网红”产品。**根据艾媒咨询预测，2020 年，我国宠物险市场规模达到 2953 亿元，同比增长 33.5%。预计在 2023 年，市场规模将接近 6000 亿元，三年符合增长率达到 26%。2020 年我国城镇 6294 万人持有猫狗作为宠物，总体数量达到 1 亿只。目前，我国的宠物险覆盖率不足 1%，远低于挪威（14%）、英国（25%）及瑞典（40%）。在宠物险基础设施铺设基本完善、新生代对宠物依赖提升及险企需要创新产品进行引流背景下，宠物险有望成为下一个“网红”产品。公司通过进入该领域，打造在新生代群体中的知名度，以获得客户并为其他生态进行导流。

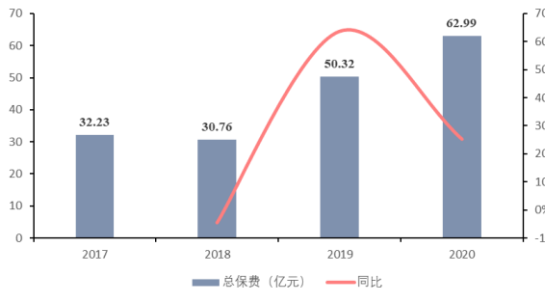
**图 31：宠物市场规模及增速**


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

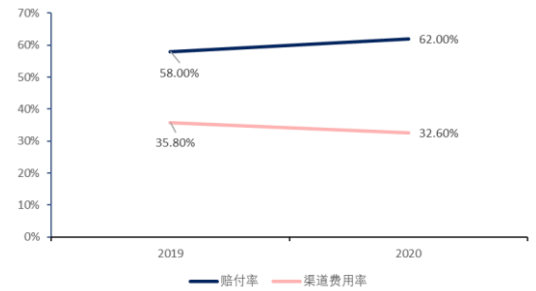
**图 32：其他国家宠物险渗透率**


资料来源：搜狐网，信达证券研发中心

**保费规模上升，渠道费用率下降。**2020年，众安数字生活生态实现总保费62.99亿元，同比增长25.2%，主要源于宠物险、手机碎屏险、意外险的创新业务收入从2019年的4%，增长至16%。赔付率上升至62.0%（同比+4pct）；渠道费用率较2019下降同比-3.2pct），主要由于疫情导致赔付率低且渠道费用率高的商旅业务收缩明显。我们预计，疫情影响逐渐消退，公司商旅业务将有明显回暖。

**图 33：众安数字生活生态总保费及增速**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 34：众安数字生活生态赔付率及渠道费用率**


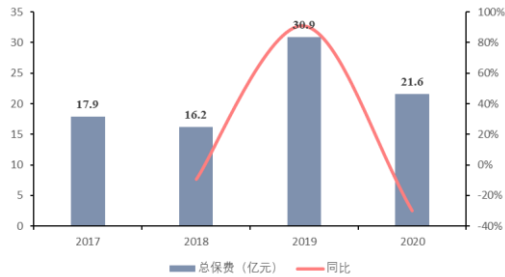
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### 3、消费金融生态：业务规模弹性大，疫情导致生态规模收缩

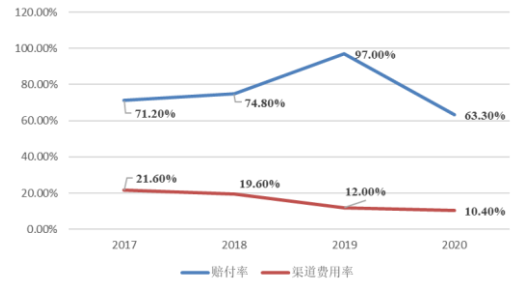
**主营增信业务。**公司通过联合金融持牌机构，为客户提供增信业务，提供信用保证保险。保险通过对底层资产的分析来确定费率，进行差异化定价。公司积极开展如翼支付、爱奇艺、库司等商家的合作，开展场景化营销。

**通过大数据等手段进行风险管控。**公司通过：1) 多年沉淀的消费金融生态技术、大数据风控及资金资产匹配能力，对每一笔借款进行大数据风控测试；2) 自身对经济形势的判断和内部信保风险的动态结合；3) 运用多种零售金融风险模型；4) 积极开展场景化的合作，与第三方进行联合风控；5) 积极寻求再保公司的合作；6) 对贷款进行期限及金额的限制等手段将消费金融生态赔付率控制在行业低水平。

**2020年收缩业务，渠道费用率连续四年下降。**由于2020年疫情导致经济低迷，公司进行了风险控制策略收紧及业务调整，当期公司消费金融生态实现保费21.6亿元，同比下降30.1%，赔付率降至63.3%（2019年为97.0%），优于行业水平。2017年至今，源于大量中小型企业业务出清及众安竞争力的提升，行业竞争放缓，公司渠道费用率连续四年下降至10.4%。我们预计，在今年经济整体复苏的背景下，公司消费金融业务保费、赔付率将出现明显反弹，渠道费用率将持续维持较低水平。

**图 35：消费金融生态总保费及增速**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 36：消费金融生态赔付率及渠道费用率**


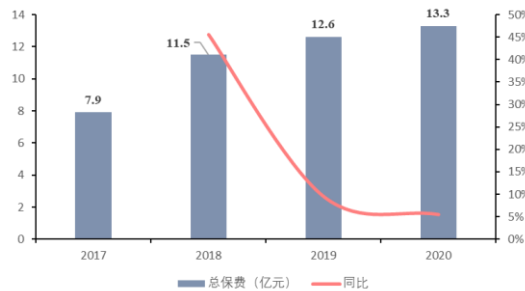
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

#### 4、车险生态：与平安产险互利共赢，减少线下服务渠道构建成本

**与平安产险共保，实现优势互补。**众安主要通过“保霸车险”，与平安产险合作实现业务协同，双方保费、赔付及其他成本分成为50%：50%。“保霸车险”负责通过对接互联网平台及线下市场服务渠道获客，并给予一定的技术支持；平安凭借现有的服务网络提供理赔服务。众安通过此模式迅速打入车险市场，减少了前期服务网络构建的投入；平安也通过与众安合作，开拓了自身的获客渠道，实现优势互补。

**通过科技手段打通汽车产业链。**众安目前已推出了面向主机厂、车后市场、事故理赔等多项解决方案。众安通过与上汽整车厂商合作，探索车险大数据的应用；通过与线下车后长尾渠道市场如美容店、维修点的连接，通过SaaS平台及API接口触达终端客户；在车险理赔场景中，众安融合了OCR、AI定损等技术，提升理赔效率，提高用户体验。众安不仅提供车险产品，还致力于合作伙伴打造数据互联、合作共赢的汽车生态圈。

**保费整体将持续承压。**在汽车费改背景下，2020年，公司汽车生态总保费为13.3亿元，同比增加5.6%，维持正增长。源于公司通过精细化运营及业务优化，市场秩序进一步优化，赔付率保持相对稳定，渠道费用率有所下滑（同比-3.1pct）至22.6%。我们预计，一季度乘用车增速逐步放缓及汽车费改政策的持续，公司汽车生态保费将持续承压。

**图 37：汽车生态总保费及增速**


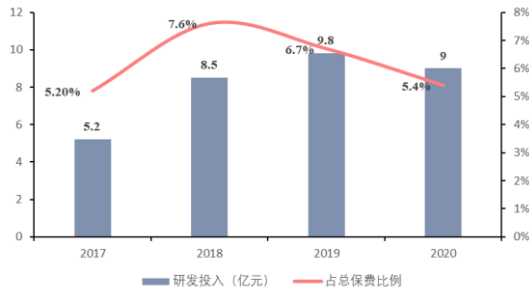
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 38：消费金融生态赔付率及渠道费用率**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

#### (二) 科技业务：对内赋能业务，对外输出增收

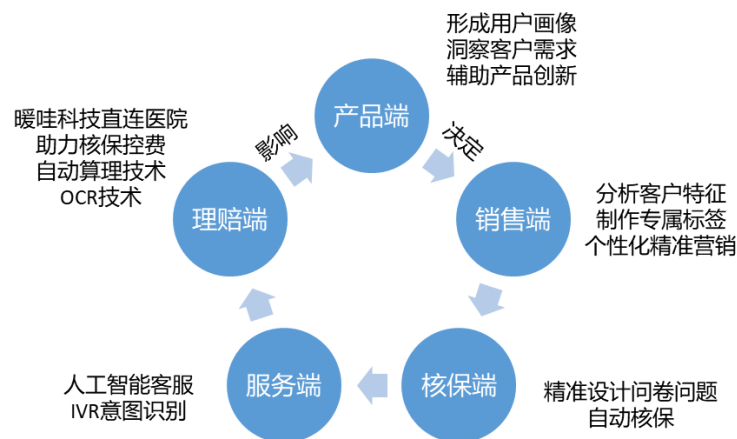
**公司研发投入占比高。**公司持续在人工智能，云计算、大数据和生命科学领域等先进科技和前沿技术板块进行布局，一方面通过技术优势赋能保险业务，另一方面通过科技对外输出，进行科技变现，提升品牌知名度，推动行业数字化转型发展。截至2020年末，公司专利申请量累计达503件，其中海外专利174件，占比34.6%，PCT专利申请共34件，涵盖11个国家或地区。科技研发人员共1426名，占集团总员工人数47%。2020年，公司研发投入达到人民币9.04亿元，占当年保费5.4%。

**图 39：公司研发投入及占总保费比例**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### 赋能保险业务

众安建立了保险业务全闭环科技优势。众安通过长期的科技投入，在产品、营销、核保、理赔、客户服务等五大领域建立了全面的科技优势，赋能保险业务发展，构建科技赋能闭环：产品特征影响目标客户及销售模式，针对不同产品设计不同核保问卷，后续匹配相应服务。最后在理赔端，通过暖哇科技直连医院达到控费，通过自动理赔提高效率。同时理赔数据及获得客户许可的医疗数据，将促进产品开发和差异化定价。

**图 40：众安科技赋能保险业务闭环**


资料来源：信达证券研发中心

### 产品端：数据分析为产品开发提供决策依据

众安通过大数据，能够对现有客户进行精准的画像分析，通过对其年龄、职业、地域、兴趣爱好、行为习惯等维度的分析，可以快速洞察出其目前得保险需求及保障痛点，助力产品创新开发。众安也可通过大数据根据不同的消费场景模拟出用户画像，并为其设计专属产品。

### 销售端：构建智能营销闭环

众安基于营销模式的不断细化沉淀，总结出“智能营销四重奏”。首先，通过营销平台，形成不同销售场景的特征及客群特点，将用户特征及属性搭建成标签体系，对人群进行画像分析；而后根据标签进行个性化的精准营销，如客群刷手机的时间段，客群主要关注的话题等；而后再采集客户的行为数据，如页面浏览时间、点击、停留时间等，完善客户的专属标签；最后通过八大行为分析模型，反过来验证及优化营销策略，构成智能营销闭环。

### 核保端：智能核保速度快

基于多层次问卷核保是智能核保的核心。智能核保流程是先通过一系列问题及选项，将客户分为可投保、不可投保和不确定可否投保三种人群，若为可投保客户随后再进一步区分是否按照正常费率承保。众安通过对问卷精准设计，大大提高了核保的准确率与速度，降低人工核保成本。

### 服务端：人工智能客服提升运营效率

众安打造的智能客服小安，已经能够覆盖 275 个场景，IVR 意图识别准确率在 97% 以上，超过 90% 的问题解决率。众安通过后端的大数据运营和部门协同，建立起了强大的数据中台系统，使得人工智能客服能够跟上众安产品不断迭代更新的步伐，2020 年促进运营效率提升 108%。

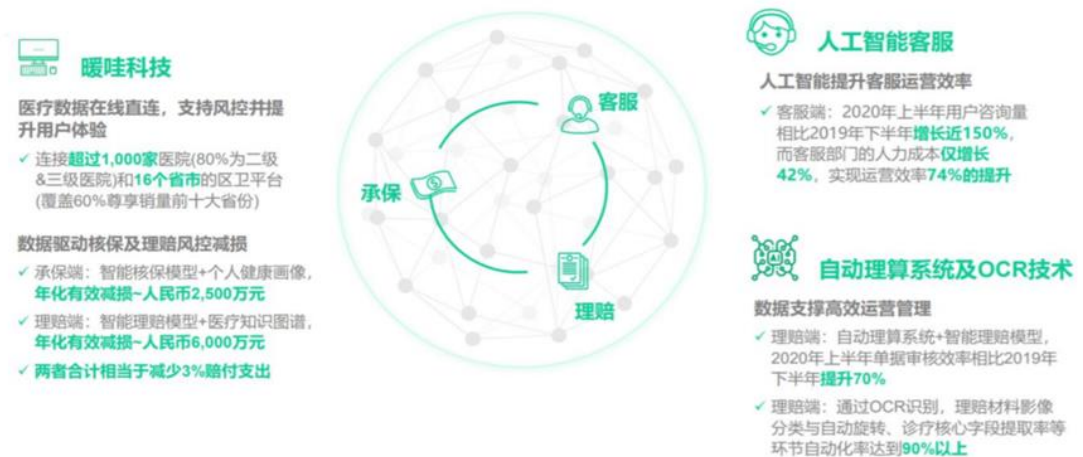
### 理赔端：暖哇科技助力理赔控费

2018 年，众安将商保智能平台孵化成立暖哇科技，获得了众多资本青睐。暖哇科技致力于保险和医疗场景的融合，打通支付端，在用户信息充分、合法授权的情况下，实现医疗数据直连，加快保险赔付速度，并实现医疗控费。此外，医疗数据的分析整合、挖掘能够反哺医疗健康行业发展。

目前，暖哇科技已经覆盖超过 1000 家医院（28 个省市，80% 为二级或三级医院）和 16 个省市的区卫平台（已覆盖 60% 健康险销售的前十大省份）。暖哇科技通过建立智能核保模型和健康客群画像，提升客户核保体验。客户在直连医院就医，无需上传材料，在 APP 中勾选则可完成理赔。暖哇为众安年化有效减损 2500 亿元。在理赔端，通过智能理赔模型、医疗知识图谱、自动理算系统及 OCR 技术，材料影像分类及核心字段提取的自动化率达到 90% 以上，年化有效减损 6000 万元。暖哇科技的保险赋能，为客户打造差异化便捷服务同时，减少了近 3% 的赔付支出。

根据众安《2020 年理赔报告》，众安健康险的理赔速度较 2019 年提升 54%，97% 的理赔案件都在线完成资料提交、审核和理赔。

图 41：众安暖哇科技



资料来源：《众安 2020 年中期业绩演示》、信达证券研发中心

### 科技对外输出

深耕保险科技，对外输出平台及解决方案。众安通过多年沉淀，积累了大量的保险数据及保险科技经验，通过产品化形式对外输出。公司主要通过收取版权费、技术服务费或 SaaS 模式，销售数字化保险核心系统、场景化解决方案或互联网保险生态解决方案。一方面，公司



通过科技输出为公司创造长期业务增长，实现自身收入可持续性；另一方面，加强与客户在产品和生态领域合作，实现共同发展，打造全球保险行业数字化转型升级中的最佳合作伙伴。

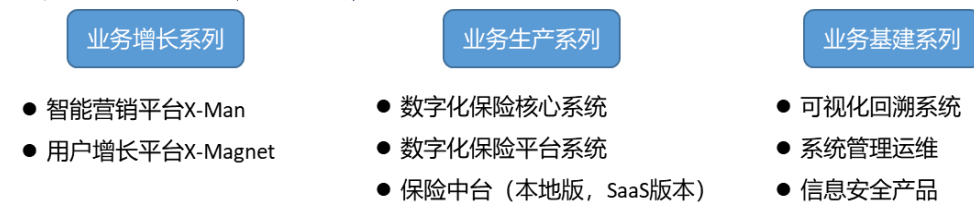
公司目前形成三大主要科技输出业务：

**1) 业务增长系列：**主要为客户提供营销协助，解决传统保险营销活动单一，用户画像不清晰等问题，主要产品为：X-Man 智能营销平台和 X-Magnet 广告运营平台。主要客户包括：太平人寿、友邦人寿、中宏人寿等知名险企；

**2) 业务生产系列：**主要为客户提供基于云端的分布式核心系统，业务及数据中台，多个业务前台。主要解决险企大数据、高并发、高流量的应用场景。如 2020 年公司为太平财险搭建意健险核心系统，在优化流程、多种业务模式和提高人效方面取得良好效果；

**3) 业务基建系列：**为客户提供支持高并发、弹性计算的底层架构方案，帮助客户应对互联网场景下的高频流量。如监管要求的互联网产品可溯化管理整改中，众安开发解决方案能够快速准确达成监管要求，对 42 家保险产业链公司进行了相关科技输出。

图 42：众安三大科技输出业务



资料来源：《众安 2020 年全年业绩展示》、信达证券研发中心

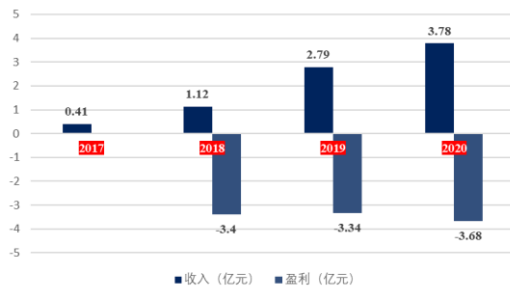
**海外输出业务卓有成效。**公司海外输出业务目前已经服务日本寿险公司 Sompo、日本前三大财险公司、新加坡 NTUC Income、东南亚的 GrabInsure 以及友邦保险等。

表 6：众安海外业务成效（部分）

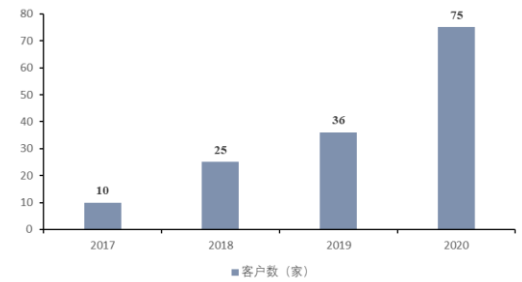
国家/地区	企业	内容
日本	日本寿险公司 Sompo、日本前三大财险公司	数码化转型；协助连接当地生态伙伴提供碎片化、场景化的保障产品，协助响应旅游恢复计划
新加坡	最大综合保险机构 NTUC Income	连接当地线下场景，推出碎片化保障产品组合。每在店里支付，便增加 1 新加坡元的保险扣费
东南亚	与 Grab 合资的 GrabInsure	探索东南亚互联网保险分销业务，打造整体保险金融解决方案。
泛亚	友邦人寿	数码化转型，新客户触达，协助分销场景化、数码化保险

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**营收高增长，得到重要客户认可。**2020 年，公司科技输出业务收入 3.78 亿元，同比增长 35.5%；亏损 3.68 亿元，同比增加亏损 10%，公司营收增长持续高于亏损增长。服务客户数从 2019 年 36 家增加至 75 家，其中包括太平集团、太保集团、友邦人寿等知名大型保险公司。同时，约 75% 的老客户升级了公司提供的原有模块或采购新的解决方案，说明公司的保险科技能力得到行业内的广泛认可，具备较强的竞争力。我们认为，在行业数字化转型的驱动下，众安的科技输出业务将长期受益，营业收入将保持高增长。且基于规模化效应与客户续购率的优异表现，今年众安的科技输出业务亏损有望减小。

**图 43：科技业务营收及盈利情况**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 44：科技业务客户数**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

### （三）创新业务：虚拟银行与 ZA Insure 协同

2020年，众安香港“虚拟银行”及全数码化保险“ZA Insure”开业。众安银行将和 ZA Insure 发挥协同效应，共享技术及成本优势。2021年，众安银行获得 ZA Insure 的保险销售牌照，为 ZA Insure 保险提供了线上销售渠道，为用户打造全新的数码理财体验。

**虚拟银行发展迅速。**众安银行是香港地区第一家虚拟银行，拥有：1) 全天候 24 小时的银行服务；2) 线下不设分行，操作均在手机 APP 上完成；3) 通过智能化解决中后台工序，最快 5 分钟开户；4) 可自定号码卡，提供个性化的服务；5) 由于无线下机构成本，贷款利率比传统线下银行高等竞争优势等特点，公司取得了良好的口碑，吸引了许多年轻小额客户。截止至 2020 年底，银行用户数已超过 22 万，吸收约 60 亿港币存款，并放出了 6.5 亿的个人贷款。

**表 7：ZA Bank 定期存款利率情况（部分）**

存款期	众安银行利率（港元）	招商银行香港分行存款利率（港币）-10 万元以下
1 个月	0.1%	0.05%
3 个月	0.65%	0.05%
6 个月	0.5%	0.1%
12 个月	0.5%	0.2%

资料来源：众安银行官网，招商银行官网，信达证券研发中心

**ZA insure 打造金融普惠理念。**公司的经营理念是打造“人人都买得起的保险”，通过众安银行渠道，为客户提供高性价比产品及 24 小时的全数码化保险服务。目前公司已经上线 4 款保险：人寿保、癌症保、意外保和中心保。根据公司年报披露，2020 年 ZA Insure 每月保单数增速为 35%，人均持有超 180 万元保额。

**表 8：ZA Insure 已上线产品**

产品	责任	保险期间
人寿保	身故保额 100% 在被保人结婚、生子、购买房屋后可增加保额	1 年、5 年、10 年
癌症保	原位癌/癌症初期：20%保额及 30 万港币较低者 癌症：100%保额扣除已赔付的部分 身故：5000 港币	1 年、5 年、10 年
意外保	意外身故：100%保额 意外伤残及断肢：100%保额 身故：105%已交保费 无索赔奖赏 5%。	1 年
心中保	心脏疾病/中风：100%保额 身故：5000 港币	1 年、5 年、10 年

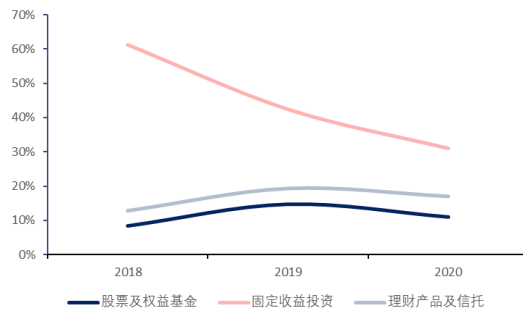
资料来源：ZA Insure 官网，信达证券研发中心

#### (四) 资产管理业务：净投资收益率保持稳定

公司的投资业务以委托管理为主。公司主要委托大型险企资管公司如平安资管、泰康资管、太平资管进行资产管理。公司 2020 年末管理资产总额为 276.38 亿元，其中股票及权益基金、固定收益类投资、其他投资（主要是银行理财和信托）占投资资产的 11%、31%和 17%。2020 年获得收益 12.07 亿元。

**总投资收益率及净投资收益率保持稳定。**公司总投资收益率波动较大，但净投资收益率保持稳定。2020 年，公司总投资收益率及净投资收益率为 5.7%、3.5%，同比下降 3.6pct 及 1.3pct。未来公司将以固定收益作为配置基础及重点，灵活调整资产占比。

图 45：公司投资资产结构



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 46：公司总投资收益率及净投资收益率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

## 六、众安增长空间

我们通过拆分众安盈利驱动因素，剖析未来增长空间。我们从市场规模和公司盈利模式两个角度来分析。第一，从市场规模分析：保费收入的增长通过互联网保险渗透率与公司市占率的提升实现；第二，从互联网保险盈利模式分析：保费收入的增长通过流量、转化率、客单价及复购/续保率实现。具体公式为：

**承保利润=保费收入×(1-综合成本率)**

**市场规模分析：保费收入=传统保险行业整体规模×互联网保险渗透率×众安市占率**

**互联网保险盈利模式分析：保费收入=客户流量×转化率×客单价×复购/续保率**

### (一) 保费收入：市场规模分析

**互联网保险龙头充分享受市场规模红利**

众安作为互联网保险龙头，充分受益于市场规模的增长。基于前述分析：1) 疫情推动了保险消费从线下到线上的迁移；2) 年轻化的消费者更愿意线上自主购买保险，我们认为，随着未来监管政策进入常态化，互联网保险渗透率有望逐步企稳回升。其中互联网健康险受益于保险消费者健康意识的提升，渗透率及市场规模保持稳健增长。百万医疗险作为互联网健康险主力产品，仍存在件均低、渗透率低的不足等问题，未来存在较大增长空间。艾瑞咨询预测 2025 年百万医疗险市场规模将超 2000 亿元。众安作为互联网保险龙头及百万医疗险的先行者，占据 26.6% 互联网非车险市场份额（2020 年），充分享受市场规模增长红利。

**创新、科技与服务助力众安保持竞争力，抢占市场份额**

百万医疗险的竞争目前是科技与服务的竞争。百万医疗险领域竞争激烈，由于产品同质化严重，健康客户黏性较低，价格竞争逐渐转变为成本和服务竞争。部分中小险企无法通过技术

手段进行控费，也没有资本进行保险服务的搭建，在医疗通胀大背景下，险企只能通过提升保费降低亏损，最终可能导致客户流失。但部分龙头企业可以通过自身的产品更新迭代能力、科技能力以及服务能力，与客户进行高频互动，提高客户的黏性，从而保持竞争优势。

- **众安拥有极强的产品创新能力。**“尊享e生”产品5年共进行了19次迭代。2016年推出第一款百万医疗险“尊享无忧”，2017年推出了智能核保及“尊享e生”运动版本；2018年增加质子重离子责任，后续又开发了赴日医疗责任的医疗险，“尊享e生”父母版等；2019年开发了100种重疾0免赔额的创新责任，再次引领市场。同年，“尊享e生”优甲版上市，解决部分甲状腺结节患者的保险保障；2020年，“尊享e生”系列全家桶、门急诊版上市，满足客户家庭及小病用药需求。众安能够准确地洞察客户痛点，在产品与责任竞争中成为引领者。

表 9：众安“尊享e生”产品迭代路径

时间	产品	迭代内容
<b>1.0 时代：全覆盖型医疗保障</b>		
2015.10	尊享无忧	众安第一款百万医疗险，创新1万元免赔额责任
2016.08	尊享e生	一般医疗：100万保额；恶性肿瘤：200万保额；1万免赔额；有特殊门诊责任及靶向药责任
2017.02	尊享e生2017	一般医疗：300万元；恶性肿瘤：600万元，无免赔额；责任增加住院前后门急诊及门诊手术
<b>2.0 时代：细化医疗外责任</b>		
2017.07	智能核保	运用人工智能核保，可得出五种核保结果
2017.08	尊享e生运动版	与步步保融合，为步步保用户量身定制，责任主要为意外医疗及意外伤残
2017.11	尊享e生旗舰版	推出家庭共享免赔额责任，增加法律费用保险及重疾绿色通道
2017.12	住院垫付服务	服务覆盖了90多个城市，2000多个医院。可生病住院时提前垫付押金。
2018.01	质子重离子责任	投保时增加10元，即可提供上海质子重离子医院的治疗责任，100%赔付。
<b>3.0 时代：尊享e生加速迭代</b>		
2018.03	尊享e生康复版	将康复纳入保障范围
2018.04	尊享e生特需升级版	为恶性肿瘤升级了特需部、国际部、VIP部等优质医疗资源。
2018.06	尊享e生赴日医疗版	为患者安排去日本恶性肿瘤治疗的行程，提供一站式服务，并报销相关费用
2018.10	尊享e生爸妈版	61-65岁被保人年龄段放开
2018.11	肿瘤特药、术后家庭护理	升级肿瘤特药责任、术后家庭护理责任
2019.03	尊享e生2019版	续保最高年龄提升，癌症责任扩展至100种重疾
2019.07	尊享e生优甲版	符合条件得甲状腺结节患者，可以投保本产品
2020.03	尊享e生2020版	将罕见病纳入保障范围，同时根据客户身体状况区分费率
2020.06	尊享e生全家桶	可以以家庭为单位进行投保
2020.07	尊享e生门急诊版	提供在线问诊药品费用责任及急诊医疗责任
2020.12	尊享e生2021版	首次投保年龄扩展至70岁，特定慢病人群可投保，并提供83种特药赔付；可自主添加可选责任。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

- **“科技+服务”助力众安突破困局。**众安通过在线机器人，能够解决90%的客户问题，减少大量人工成本；通过智能IVR意图识别可达到97%的精确度加快理赔效率，提高了用户体验，保证了24小时全天候服务。众安通过“暖哇科技”打通险企和医院，进一步在理赔上做到大数据风控，做到减损控赔，同时将经验反哺智能核保端。公司2020年上线了“众安医管家”、互联网医院服务，通过与客户高频化的互动，提高客户对品牌

的认可及归属感，提高用户黏性，提高续保率。众安打造“险+医+药”健康生态闭环，实现医疗支付服务一体化。“科技+服务”是众安实现差异化竞争的主要策略，具有较强的竞争优势。

图 47：众安在线机器人



资料来源：网易，信达证券研发中心

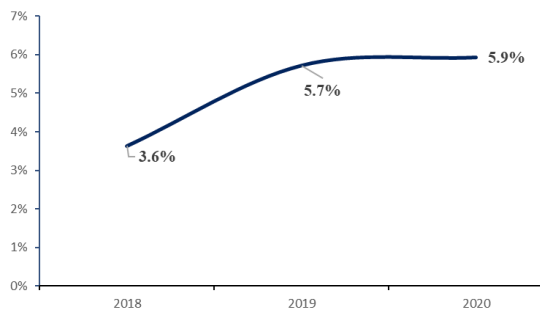
图 48：科技引领保险价值链升级



资料来源：《众安2019年全年业绩展示》，信达证券研发中心

- 众安市占率有望进一步提高。众安作为互联网财险龙头，其健康险市占率（财险）从2018年3.6%提升至2020年5.9%。我们预计，众安通过自身优势，能够在市场出清阶段，抢占中小险企市场份额，未来市占率有望进一步提高。

图 49：公司健康险市占率（财险）不断提升

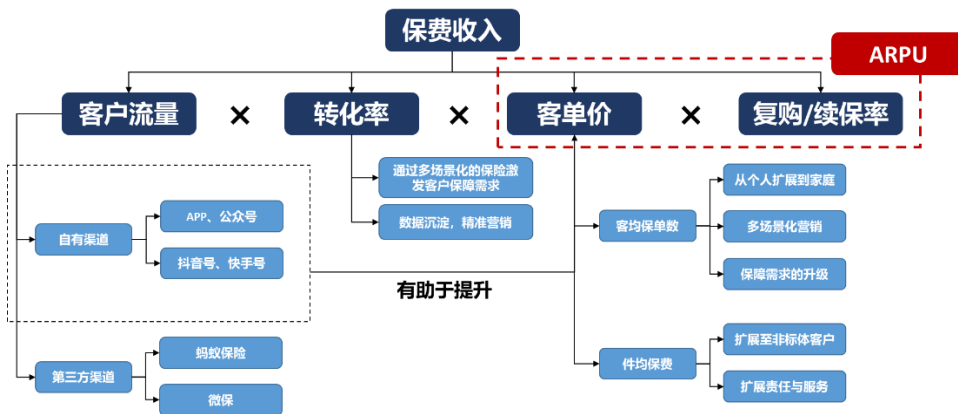


资料来源：信达证券研发中心测算

## （二）保费收入：互联网保险盈利模式分析

我们进一步将互联网保险盈利模式公式进行拆分。1) 将客户流量分为自有渠道获客及第三方渠道获客；2) 将ARPU拆分为客单价及复购/续购率，客单价又进一步拆分为客均保单数和件均保费。

图 50：互联网保险盈利模式



资料来源：信达证券研发中心

## 1、客户流量：自有渠道实现客户数据沉淀

公司目前仍以第三方渠道获客为主。客户流量作为互联网竞争的主要资源，提升流量获取效率至关重要。众安目前6亿的用户群体，绝大部分是投保了“退货险”、“航空延误险”等低粘性的产品。第三方获客主要通过支付宝、微信等第三方平台导流。此类获客模式的缺陷为：1) 受限于平台的不互通，无法积淀客户更详细数据和进行精准二次开发，进而提供高频化服务；2) 获客成本较高，需要支付较高的渠道费用，还须与其它保险公司争夺平台资源，存在渠道费用的恶性竞争。

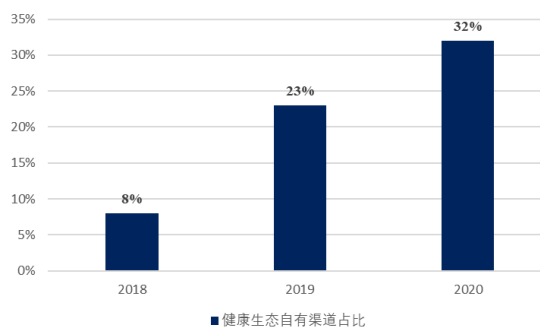
公司逐步提高自有渠道获客能力。自有渠道有助于更好地沉淀客户流量，形成用户画像，开展客群分析及精准营销，并降低对第三方渠道的依赖，降低获客成本。近年来公司着力加大自有渠道建设。2020年，公司大力开展自有渠道获客：通过媒体宣传、公众号、抖音、快手等平台为自身小程序或app导流。例如，公司聘请张国立作为品牌代言人，打造“国民化保险”认知；赞助抖音春晚活动，获得了150亿总量的品牌曝光。公司自有渠道获客营销手段取得了良好效果，众安APP 2020年四季度的月活用户数增长260%，在2020年10月保险服务类app月活用户数中排名第一。众安微信小程序已积累4000万用户，抖音快手等粉丝数及粉丝增速均位列行业第一。2020年，众安健康生态自有平台保费占总保费32%，较2019年23%提升了9pct。

图 51：2020 年 10 月保险服务类 APP 月活人数榜单

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，信达证券研发中心

图 52：健康生态自有渠道保费销售占比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 53：公司春晚抖音广告投放



资料来源：快科技，IT Bear，信达证券研发中心

## 2、转化率：保险产品嵌入生态场景、精准化营销提高客户转化率

众安将产品嵌入到场景中，并打造生态圈，提升流量变现能力。众安形成了四大保险生态，涵盖医疗、重疾、航旅、意外、财产、宠物、汽车等多种与客户生活息息相关场景，将产品嵌入到各生态场景中，激发客户尚未被挖掘的保障缺口，解决客户痛点，提高转化率。

众安打造了大数据时代下的智能营销解决方案。通过“X-Flow”流量分析平台实现用户数据的精细化管理，深度挖掘客户价值，洞察客户需求；利用“X-Man”智能营销平台通过多种形式触达客户，并不断分析、评估和改进营销策略；“X-DMP”则作为数据管理平台，用于完善客户画像，实现全面个性化的产品推荐。

我们认为，公司通过产品及大数据精准营销进行需求匹配，能够最大程度触达客户潜在保障需求，提高客户转化成功率。

图 54：众安精准化营销解决方案

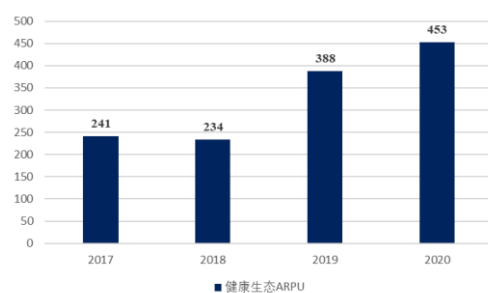


资料来源：DoNews、信达证券研发中心

## 3、ARPU：通过提升客均保单数、件均保费、复购/续保率来实现

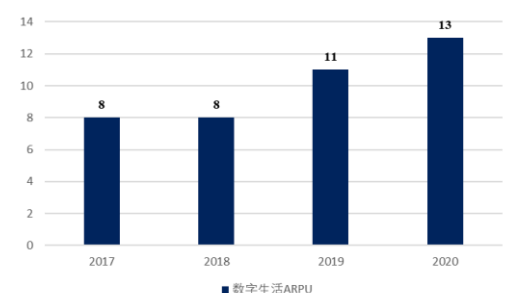
众安持续挖掘用户深层次的需求，提供更多个性化的产品保障，叠加自有平台建设，ARPU逐步增加。2020年，公司健康生态、数字生活生态ARPU为453元、13元，同比增长16.8%、18.2%。得益于自有平台更好的用户沉淀能力，众安2020年“尊享系列”自有平台客户ARPU为708元，较第三方平台的335元高111%，自有平台加购率较上年同期提升1.6ppts至6.6%。

图 55：众安健康生态 ARPU（2020 年）

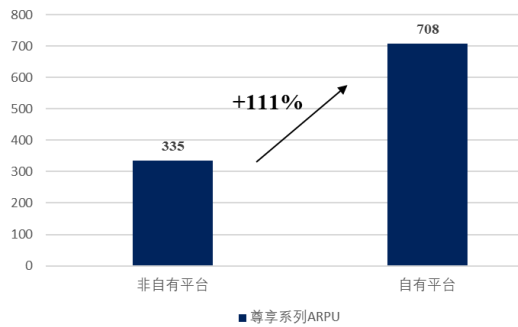


资料来源：《众安 2020 年全年业绩展示》，信达证券研发中心

图 56：众安数字生活生态 ARPU（2020 年）



资料来源：《众安 2020 年全年业绩展示》，信达证券研发中心

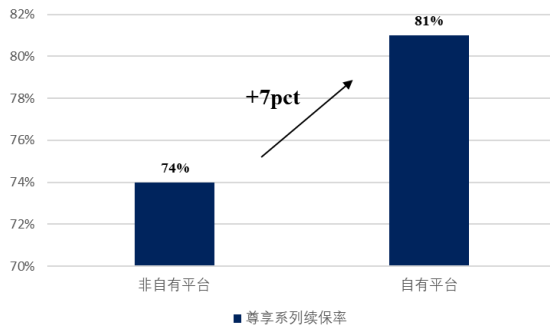
**图 57：众安不同平台 ARPU（2020 年）**


资料来源：《众安 2020 年全年业绩展示》，信达证券研发中心

我们认为，未来 ARPU 仍有提升空间，主要通过继续提升客均保单数、件均保费及续保/复购率来实现。

- **客均保单数：**1) **鼓励客户从个人保障到家庭保障的转变：**众安开发了“尊享 e 生”百万医疗全家桶，并提供共享免赔额（每年共享 1 万免赔额）及费率优惠（2 人投保费率 95 折，3 人投保费率 9 折，4-7 人投保费率 85 折），鼓励客户将保障拓展至所有家庭所有成员；2) **抓住客户健康险的保障升级需求：**针对部分保障意识较高的客户，公司除了提供百万医疗险外，还提供短期重疾险，满足客户需求。3) **公司开发除健康外其他场景的保险产品，通过积累的客户大数据画像，对目标客户进行精准化保险需求挖掘及二次开发：**公司拥有的产品矩阵，能够贴合客户各种生活场景，激发客户潜在需求，鼓励客户加保；
- **件均保费：**1) **保障人群拓展至非标体，并细分产品版本及费率：**公司将百万医疗险区分为普通版、升级版、优甲版、家庭版、父母版等，建立了丰富的产品矩阵，针对不同客群设置不同费率，对非标准体收取更高费率；2) **丰富产品责任与服务：**公司在百万医疗险中加入了互联网医院门急诊、住院津贴、重疾保险金等丰富的可选责任，用户根据自身需求可自行添加，以此提升客均保费。
- **续保/复购率：**公司打造“医+药+险”医疗生态闭环，为客户提供集看病、开药、费用支付为一体的综合性服务。用户仅通过一张保单，一个 app，即可满足全流程化的就医需求，用户体验及黏性大大提高。客户在自有平台进行保单购买的留存率较第三方平台高，由于：1) 公司自有平台获得客户对众安品牌认同程度普遍较高；2) 客户可在自有平台上更好享受保单服务；3) 公司更易触达客户，鼓励客户加保或为家人投保，间接提高客户的转换成本（即转换为其他险企客户的成本），提高续保率。根据公司数据显示，2020 年，尊享系列在自有平台的续保率较第三方平台高 7pct。在可比公司续保率普遍偏低的情况下（如水滴 2020 年续保率仅为 51%），众安续保率能够保持在 80%左右，展现了客户对众安的品牌及保险产品的认同感，也为未来的保费收入提供了一定的保障。高续保率成为众安独特的竞争优势。



**图 58：众安不同平台续保率（2020 年）**


资料来源：《众安 2020 年全年业绩展示》，信达证券研发中心

### （三）成本：公司综合成本率有望下降

**自有渠道占比提升有望降低渠道费用率。**众安目前的获客渠道分为：1) 支付宝、微信平台导流；2) 淘宝及携程、飞猪等 OTA 渠道提供退运险或航意险；3) 通过自有渠道获客。由于互联网保险的竞争者增加，大流量平台的保险销售渠道作为稀缺资源，渠道费用竞争激烈。随着竞争对手对流量争夺日趋白热化，且险企缺乏话语权，渠道费用将会攀升。众安在 2019 年起，就已经加大了自有平台的建设，逐渐开始在网易、腾讯、百度等多平台进行广告投放，直接将客户引流至众安 app。短期来看，公司着力自有平台建设，会增加公司营销费用；但长期来看，自有渠道打通后有助于摆脱第三方渠道的费用恶性竞争，摊薄成本，达到规模效应，降低渠道费用率。公司的建设成效初步显现，2020 年，健康生态自有平台交易量约占 32%，较 2019 年提升 9pct，保费较 2019 年提升 190%。

**科技赋能及健康管理降低赔付率。**暖哇科技通过与线下医院的连接，协助公司的核保与理赔。核保时，暖哇科技通过大数据分析提供智能核保模型，降低客户投保时的逆向选择；理赔时，客户在暖哇科技直连的医院里就医，经过用户同意，即可进行保险直付，可以控制赔付支出。根据公司测算，暖哇科技两项功能，共为众安年化减损 8500 万元。此外，众安打造的健康生态闭环，能够对客户进行健康管理，及早发现降低病情恶化概率，控制赔付率。

**综上，我们看好公司在百万医疗市场规模不断提升当中，扩大自己的市场份额。通过自身优秀的获客能力及 APRU 的提升为公司保费增长提供动力，并且通过自有渠道建设、暖哇科技的赋能及健康闭环的疾病管理降低综合成本率，从而持续扩大承保利润，在激烈的竞争中脱颖而出。**

## 七、盈利预测与估值

### （一）盈利预测

基于前文论述，我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下判断：基于 2020 年公司保费增速放缓，预计 2021 年增速会有所提高，2021-2023 年公司有望实现 20% 以上的保费增速。我们预计公司 2021-2023 年总保费增速为 30.5%、31.3%、26.9%。

健康生态来看：基于：1) 后疫情时代，人们健康保障需求持续提升，百万医疗险激烈竞争和惠民保或对 2021 年健康生态保费造成一定冲击，但冲击有限；2) 2022 年及以后，民众对惠民保的保障范围相对狭窄有了更清楚认知，百万医疗险目标客户有望回流，及众安凭借健康生态闭环优势获得更大的市场份额，我们预计 2021-2023 年健康生态保费增速为 23.3%、41.3%、35.7%。考虑渠道竞争激烈及公司自有渠道建设的加速推进，我们预计 2021 年渠道

费用率上升导致综合成本率上升，使得整体健康生态承保利润承压。

数字生活生态来看：我们预计创新型保险，如宠物险、碎屏险等保费高增长将带动数字生活保费上升，我们预计整体数字生活生态将保持 25% 以上增长。由于航意险的恢复，2021 年渠道费用率预计有所上升，赔付率下降，整体综合成本率上行。

消费金融生态及汽车生态看：1) 2021 年经济转好，信用保证保险销售回暖，带动消费金融生态总保费及综合成本率的上行；2) 车险综改影响持续，总保费规模维持低速正增长。

科技业务凭借呈客户数量提升及高复购率，呈现一定规模效应，整体亏损有望缩窄；银行等创新业务仍处于费用投入期，2021-2022 年亏损可能会进一步加剧。

**表 10：保险业务及科技收入预测（单位：百万元）**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
保险-健康	4806	6604	8140	11500	15600
YoY	67.6%	37.4%	23.3%	41.3%	35.7%
保险-数字生活	5032	6299	8698	11344	14312
YoY	63.6%	25.2%	38.1%	30.4%	26.2%
保险-消费金融	3091	2162	3405	4301	5066
YoY	-12.2%	-30.1%	57.5%	26.3%	17.8%
保险-汽车	1264	1328	1262	1199	1079
YoY	10.0%	5.1%	-5.0%	-5.0%	-10.0%
保险-其他	437	313	297	291	288
YoY	-31.9%	-28.4%	-5.0%	-2.0%	-1.0%
总保费收入	14630	16706	21801	28635	36345
YoY	30.0%	14.2%	30.5%	31.3%	26.9%
科技	286	394	583	809	1047
YoY	206.1%	37.8%	47.9%	38.9%	29.4%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

**表 11：保险业务赔付率**

业务收入	2019	2020	2021E	2022E	2023E
保险-健康	53.00%	41.80%	39.80%	39.80%	39.80%
保险-数字生活	58.00%	62.00%	58.00%	58.00%	58.00%
保险-消费金融	97.00%	63.30%	65.00%	65.00%	65.00%
保险-汽车	54.70%	55.70%	56.70%	58.00%	59.00%
保险-其他	119.60%	75.60%	75.60%	75.60%	75.60%
总赔付率	67.36%	54.13%	52.42%	52.42%	51.85%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

**表 12：保险业务渠道费用率**

业务收入	2019	2020	2021E	2022E	2023E
保险-健康	20.80%	26.90%	31.00%	33.00%	34.00%
保险-数字生活	35.80%	32.60%	34.00%	35.00%	36.00%
保险-消费金融	12.00%	10.40%	10.00%	10.00%	10.00%
保险-汽车	25.70%	22.60%	20.00%	19.00%	18.00%
保险-其他	23.70%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
总渠道费用率	24.66%	26.54%	28.02%	29.51%	30.75%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

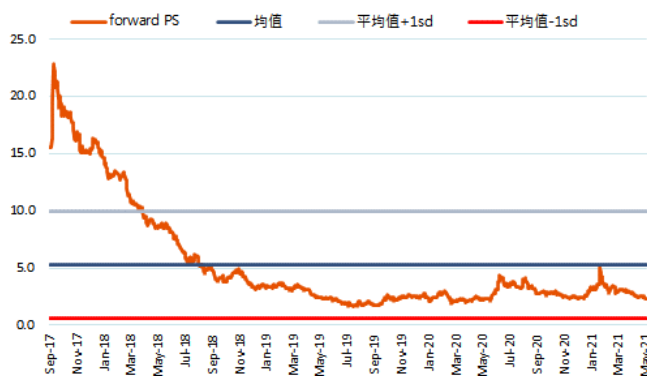
我们预计公司 2021-2023 年，总保费规模为 218.0 亿元/286.3 亿元/363.4 亿元，同比 +30.5%/+31.3%/+26.9%，实现归母净利润 5.57 亿元/6.27 亿/9.45 亿，同比 +1.0%/+12.6%/+50.7%。

## （二）估值

我们采用分部估值法,通过 PS 来估算众安目标价,将传统财险公司中国财险,海外互联网保险科技公司 Lemonade、EverQuote、SelectQuote、Go Health, 以及国内互联网经纪公司水滴、慧择来对标众安的保险业务,另外将产险软件提供商 Guidewire 来对标众安的科技板块。

从众安自身估值走势看,公司在刚上市(2017 年 9 月 28 日-2017 年 12 月 31 日)时 forward PS 为 17.6x,源于市场看好其业务前景的高增长。但后续由于 2017 年业绩增速低于市场预期以及市场对众安第三方渠道依赖性高导致获客成本提升的担忧,估值逐步下降,至 2019 年后趋于稳定,此后估值中枢稳定在 2.73x。我们认为,众安近些年承保结构逐步优化,且大力发展自有渠道建设,我们预计达成一定的规模后,渠道成本有望下降,且规模效应提升优势明显,整体估值已趋于底部且有望抬升。

图 59: 众安 forward PS



资料来源: Wind、信达证券研发中心

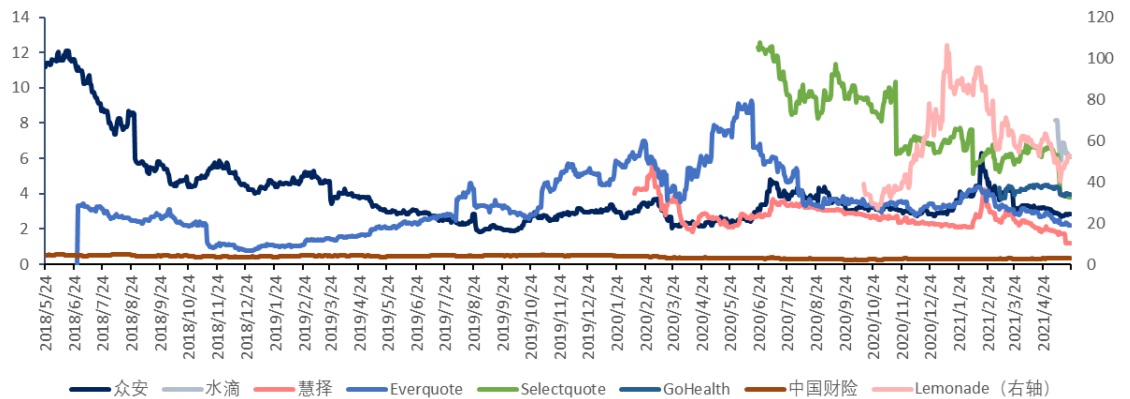
同业比较来看,我们将众安拆分保险业务和科技业务。**保险业务:**海外保险科技公司主要有 Lemonade、EverQuote、SelectQuote、Go Health,其中 Lemonade 为主营租客保险和房东保险的互联网财险公司,其余三家均为互联网经代平台。国内互联网经纪公司有水滴和慧择。Lemonade (66.4x)、SelectQuote (3.6x)、Go Health (3.9x)、水滴 (5.5x) 估值普遍高于众安 PS (2.8x),主要因为大部分保险科技公司上市时间较短,较高成长性赋予其较高估值。与传统保险公司比,众安自上市以来 PB 估值始终高于中国财险,众安平均 PB 为 3.74x,中国财险平均 PB 为 1.10x。这里需说明的是,众安因没有线下分支机构,其较传统险企资产更轻,且互联网基因赋予其更高的成长性,叠加因前期渠道投放费用较高导致成本较高,更适合用 PS 估值。这里采用 PB 仅拿来和传统险企比较,说明市场给予互联网公司更高的估值溢价。**科技业务:**Guidewire 是美国一家保险公司软件提供商,主要销售帮助人身保险或财险企业适应技术变化的软件。公司目前 PS 为 10.9x。

结合众安 2019 年以来 forward PS 均值 2.73x,我们估计众安保险业务估值在 2.7x-4.0x 之间。考虑到公司未来互联网保险渗透率提升、自有渠道流量持续转化同时带来获客成本降低等因素,我们给予众安保险业务 PS 估值为 3.0x;科技业务的估值参照 Guidewire 的 PS 估值 (12.4x),取 10.0x,得出 2021-2023 年目标市值为 859.3/1134.0/1441.8 亿港元,对应 2021-2023 年目标股价为 58.5/77.1/98.1 港元。

**表 13: 众安及可比公司业务及估值数据 (截止至 2021 年 6 月 18 日)**

	众安	中国财险	Lemonade	Everquote
营业收入	184.93 亿元	4128.37 亿元	9400 万美元	3.47 亿美元
承保保费	167.09 亿元	4331.87 亿元	21400 万美元	/
市值	503.22 亿元	1364.63 亿元	48 亿美元	8.1 亿美元
PS (TTM)	2.82	0.33	66.43	2.63
净资产	173.93 亿元	1900.31 亿元	5.4 亿美元	3.61 亿美元
PB (LF)	3.29	0.73	5.33	12.76
	SelectQuote	Go Health	水滴	慧择
营业收入	5.32 亿美元	8.77 亿美元	4.68 亿美元	1.87 亿美元
承保保费	/	/	144.26 亿元	30.20 亿元
市值	34 亿美元	37 亿美元	31 亿美元	3.2 亿美元
PS (TTM)	3.60	0.34	5.47	2.63
净资产	6.34 亿美元	3.80 亿美元	-2.54 亿美元	0.72 亿美元
PB (LF)	/	8.17	6.36	4.04

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 60: 众安及可比公司 PS (TTM) 估值图**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 14: 众安在线估值表 (亿元)**

	2021E	2022E	2023E
保险业务营收	218.0	286.4	363.5
保险业务估值	3.0	3.0	3.0
科技业务营收	5.8	8.1	10.5
科技业务估值	10.9	10.9	10.9
估值 (亿港元)	859.3	1134.0	1441.8
目标价 (港元)	58.5	77.1	98.1

资料来源: 信达证券研发中心

## 八、风险因素

互联网保险销售监管政策进一步收紧、百万医疗险竞争加剧、自营平台建设速度不及预期、资本市场波动加大。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	2915	8418	10075	12984	18481	
按公允价值计入损益的金融资产	6221	6120	6732	7406	8146	
应收保费	3532	4478	5842	7673	9739	
可供出售金融资产	12201	19047	20000	21000	22050	
定期存款	300	330	363	400	440	
于联营公司之权益	613	315	347	381	420	
持有至到期投资	0	687	755	831	914	
<b>资产总计</b>	<b>30908</b>	<b>45673</b>	<b>51363</b>	<b>59648</b>	<b>71200</b>	
卖出回购金融资产款	4050	4094	4138	4183	4229	
预收保费	101	127	165	217	276	
应付债券	0	6468	6468	6468	6468	
保险合同负债	7543	8547	11151	14646	18589	
其他负债	2044	3133	3956	5106	6431	
<b>负债合计</b>	<b>14402</b>	<b>28280</b>	<b>33261</b>	<b>40160</b>	<b>48319</b>	
股本	1470	1470	1470	1470	1470	
储备	16576	16817	16817	16817	16817	
未分配利润	(3135)	(2581)	(2024)	(1397)	(452)	
少数股东权益	1594	1688	1840	2598	5046	
<b>股东权益合计(含少数股东权益)</b>	<b>16506</b>	<b>17393</b>	<b>18102</b>	<b>19488</b>	<b>22881</b>	
<b>负债和股东权益</b>	<b>30908</b>	<b>45673</b>	<b>51363</b>	<b>59648</b>	<b>71200</b>	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
保费业务收入	14630	16709	21798	28630	36339	
分出保费	(234)	(523)	(445)	(625)	(843)	
提取未到期责任准备金	(1594)	29	(1372)	(1740)	(1686)	
投资净收益	1776	1527	2217	2356	2500	
公允价值变动损益净额	170	(26)	12	12	12	
其他业务收入	377	776	1139	1533	1925	
<b>营业收入</b>	<b>15124</b>	<b>18493</b>	<b>23349</b>	<b>30167</b>	<b>38248</b>	
财务费用	(111)	(233)	(116)	(147)	(175)	
已发生净赔款	(8625)	(8774)	(10479)	(13774)	(17538)	
汇兑净收益	2	201	8	45	57	
手续费及佣金支出	(910)	(1407)	(2042)	(2902)	(3939)	
业务及管理费	(5417)	(7168)	(9353)	(11693)	(14437)	
其他支出-经营	(630)	(932)	(1145)	(1375)	(1563)	
<b>营业支出</b>	<b>(15691)</b>	<b>(18313)</b>	<b>(23126)</b>	<b>(29846)</b>	<b>(37595)</b>	
应占联营公司溢利	(44)	(34)	(63)	(59)	(61)	
除税前溢利	(611)	147	160	262	592	
所得税	(28)	108	118	129	169	
<b>净利润</b>	<b>(639)</b>	<b>254</b>	<b>277</b>	<b>392</b>	<b>760</b>	
少数股东权益	(185)	(299)	(280)	(236)	(185)	
<b>归母净利润</b>	<b>(454)</b>	<b>554</b>	<b>557</b>	<b>627</b>	<b>945</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	15,124	18,493	23,349	30,167	38,248	
同比 (%)	57.4%	22.3%	26.3%	29.2%	26.8%	
归属母公司净利润	-454	554	557	627	945	
同比 (%)			1%	12.6%	50.7%	
EPS (摊薄)(元)	-0.31	0.38	0.38	0.43	0.64	
BVPS	10.15	10.69	11.06	11.49	12.13	
P/S(X)	3.35	2.74	2.17	1.68	1.32	
P/E(X)	-111.57	91.49	90.96	80.75	53.60	
P/B(X)	3.40	3.23	3.12	3.00	2.84	

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。