

众安在线 (6060 HK)

2017 财年业绩预览：短期逆风

- ❖ **财报预览。**2017 年，公司亏损或高于预测，原因在于：(1)非经常性汇兑损失约 1 亿元人民币；(2)政府补贴少于公司指引约 2 亿元；(3)赔付率上升及保险准备金增加。因此，我们将 2017 年的净亏损预测从人民币 5 亿元调整至人民币 10.5 亿元。
- ❖ **航旅险承压。**2017 年四季度，监管机构禁止 OTA “捆绑销售”航旅险。据管理层估计，目前，由于超过 80% 的航旅险产品通过 OTA 销售，公司 40%~50% 的航旅险业务将受到影响。尽管公司正在积极增强其他销售渠道并试图在现有平台上提供定制服务，但考虑到 OTA 渠道销售占比较大，这一影响将在 2018 年持续。
- ❖ **消费金融生态增速喜人，但面临监管不确定性。**尽管消费金融业务快速增长，但是我们担心政策层面的不确定性。监管机构多次提到，家庭杠杆率和消费贷款（尤其是通过互联网平台的消费贷款）激增的情况令人担忧。尽管众安是一家持牌金融机构，但这些不确定因素可能会对其合作伙伴的消费信贷业务造成压力。因此，我们调整了对该部分业务的估计，特别是众安通过输出风控技术获得的服务收入。
- ❖ **健康险及车险维持增势。**健康险业务增长得益于：(1)丰富的产品和定制服务；(2)保单继续率约 50%。自 2017 年 9 月以来，公司车险业务新覆盖 18 个省份，且在与平安的共保协议中约定更高的分成（30%至 50%），因此车险增速可能会更快。
- ❖ **科技业务拓展持续，但投入仍为中长期主旋律。**众安科技近期拓展多项细分业务，包括 H 系列（医疗解决方案）、X flow 流量分析平台、黑猫背调等。其中 H 系列通过对接医院、整合医疗数据，打通承保端与理赔端。该系列一方面为医院提高非主营业务收入，一方面为其他保险公司提供数据支持。目前已有 10+合作医院。财务层面，我们维持 FY17 预测不变（收入约 4700 万，S 系列占比最大），但调低 FY18/19 经营利润率，已反映业务扩张所需的研发费用投入。我们预计在 FY20 之前，投入仍为主旋律。
- ❖ **下行风险。**包括(1)来自对手的竞争；(2)对消费者融资平台的监管加强；(3)禁止在 OTA 平台捆绑销售航旅险；(4)技术扩张不及预期或导致更大亏损。
- ❖ **目标价 77.48 港币，下调至持有评级。**我们赞赏公司对其上市时明确的长期目标的进展，但是短期内财务表现不及预期。当前估值较高，基本已充分反映积极因素。因此，基于分部估值法，将目标价由 88.09 港元下调至 77.48 港元，维持持有评级。

财务资料

(年结：12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
总保费收入（百万人民币）	2,283	3,408	5,957	9,924	16,030
总收入（百万人民币）	2,509	3,413	5,118	9,395	15,770
净利润（百万人民币）	44	9	(1066)	(7)	800
每股收益（人民币）	0.04	0.01	(0.73)	(0.00)	0.54
市盈率(x)	10.64	10.70	4.95	4.94	4.71
权益收益率(%)	1.1%	0.1%	-8.7%	0.0%	4.4%
综合成本率(%)	126.6%	104.7%	135.0%	110.7%	103.6%

来源：公司，招银国际预测

持有（下调）

目标价	HK\$77.48
(此前目标价)	HK\$88.09)
潜在升幅	+10.06%
当前股价	HK\$70.40

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

黄群

电话: (852) 3900 0889

邮件: sophiehuang@cmbi.com.hk

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中国金融科技行业

市值(百万港元)	103,475
3月平均流通量(百万港元)	133.20
5周内股价高/低(港元)	97.8/62.5
总股本(百万)	1,240.6

资料来源：彭博

股东结构

蚂蚁金服	13.54%
腾讯计算机系统	10.21%
平安保险	10.21%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.7%	0.9%
3-月	6.4%	-1.3%
6-月	N/A	N/A

Source: Bloomberg

12-月 股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.zhongan.com

图 1: 业绩预测修订

百万人民币	FY16A	FY17E new	FY18E new	FY17E old	FY18E old
利润表					
总保费	3,408	5,957	9,924	6,197	10,460
已赚保费	3,225	4,438	8,143	5,361	9,101
投资收益	140	626	972	315	650
保险业务收入	3,366	5,065	9,242	5,676	10,139
科技输出收入	0	47	280	47	587
收入合计	3,413	5,118	9,395	5,962	10,337
已发生赔款净额	(1,355)	(2,853)	(4,144)	(2,760)	(4,406)
技术服务费	(1,027)	(1,550)	(2,054)	(1,683)	(2,424)
给付、赔款及费用合计	(3,400)	(6,174)	(9,404)	(6,581)	(10,315)
除所得税前利润	13	(1,056)	(9)	(619)	22
所得税开支	(4)	(10)	2	56	(5)
净利润	9	(1,066)	(7)	(563)	16
资产负债表					
投资资产	8,681	20,059	22,044	19,538	19,978
资产总额	9,332	21,169	23,249	20,628	21,568
保险合同负债	797	2,520	4,212	1,129	1,894
负债总额	2,473	3,621	5,653	2,550	3,499
权益总额	6,859	17,548	17,596	18,079	18,069
主要比率					
赔付率	42.0%	64.3%	50.9%	51.5%	48.4%
费用率	62.7%	70.7%	59.8%	68.0%	62.1%
综合成本率	104.7%	135.0%	110.7%	119.5%	110.5%
净投资收益率	3.6%	3.1%	3.7%	2.6%	3.1%
总投资收益率	1.8%	4.5%	4.7%	2.3%	3.3%
资产收益率	0.1%	-7.0%	0.0%	-3.8%	0.1%
权益收益率	0.1%	-8.7%	0.0%	-4.5%	0.1%

来源：公司，招银国际预测

图 2: 估值预测修订

保险业务	New	Old
2018财年预测账面价值（百万人民币）	17,596	18,069
2018财年预测账面价值（百万人民币）——众安科技	500	500
2018财年预测账面价值（百万人民币）——除众安科技	17,096	17,569
公允市账率	4.2	4.6
=w1*保险业务 + (1-w1)*科技业务		
w1=	54.7%	41.4%
2018年保险同业预测市账率	1.75	2.0
2018年科技同业预测市账率	7.16	6.5
保险业务价值（百万人民币）	71,804	80,819
保险业务价值（百万港币）	85,481	95,081
保险业务每股价值	HK\$59.36	HK\$66.03
科技业务		
科技输出三大系列（基于DCF估值）价值（百万港币）	23,474	23,891
消费金融技术服务收入（基于P/E估值）价值（百万港币）	2,606	7,875
科技业务价值（百万港币）	26,080	31,767
科技业务每股价值	HK\$18.11	HK\$22.06
众安每股价值合计	HK\$77.48	HK\$88.09

来源：公司，招银国际预测

图 3: 健康险产品线

	类型	Website	WeChat	Tmall	APP	Alipay	Mini APP	Count
尊享e生·新全保通2017少儿版	意外、疾病、医疗、身故	1	1	0	1	0	0	3
尊享e生·新全保通2017成人版	意外、疾病、医疗、身故	1	1	0	1	0	0	3
尊享e生·全保通(经典)2017	意外、重疾、医疗	1	1	1	0	0	0	3
尊享e生·全保通(旗舰)2017	意外、重疾、医疗	1	1	1	1	0	0	4
中老年人重大疾病健康保险	意外、疾病、医疗	0	0	1	0	1	0	2
孝欣保老年恶性肿瘤保险	医疗险	1	1	0	0	0	0	2
住院津贴保险	医疗险	1	1	0	1	0	0	3
尊享e生·医疗险	医疗险	1	1	1	0	0	0	3
尊享e生·医疗险2017	医疗险	1	1	1	0	1	0	4
万元保个人住院医疗保险	医疗险	1	1	1	0	0	0	3
臻享个人高端医疗保险	医疗险	1	1	0	0	0	0	2
个人住院医疗险	医疗险	1	1	0	0	0	1	3
个人海外医疗保险	医疗险	1	1	1	0	0	0	3
乐活e生·少儿重大疾病保险	重疾险	1	1	1	1	1	0	5
乐活e生·成人重大疾病保险	重疾险	1	1	1	1	1	0	5
儿童重大疾病保险	重疾险	1	1	0	0	0	0	2
女性专属疾病保险	重疾险	1	1	1	0	0	0	3
女性意外健康综合保险	意外、重疾、医疗、身故	0	0	1	0	0	0	1
恶性肿瘤疾病保险	重疾险	1	1	1	0	0	0	3
尊享e生·重疾险	重疾险	1	1	0	0	0	0	2
儿童白血病疾病保险	重疾险	1	1	1	0	0	0	3
成人百万综合意外2018	意外险	0	0	0	1	0	0	1
糖小贝糖尿病专项险	疾病	0	1	0	0	0	0	1
合计	23	19	20	13	7	4	1	

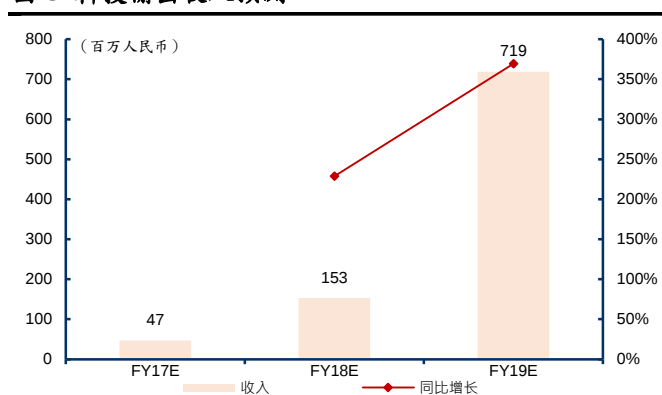
来源：公司，招银国际

图 4: 消费金融技术服务收入预测

	2017E	2018E	2019E
市场规模(十亿·人民币)	4,385	9,774	18,587
yoy	904%	123%	90%
众安平均承保规模(百万人民币)	32,000	63,529	120,818
yoy		99%	90%
分成比例	3.0%	3.0%	2.9%
- 保费抽成	3.0%	2.8%	2.5%
- 技术服务收入抽成	0.0%	0.2%	0.4%
服务收入(百万·人民币)	960	1,906	3,504
- 保费	960	1,779	3,020
- 技术服务收入	0	127	483

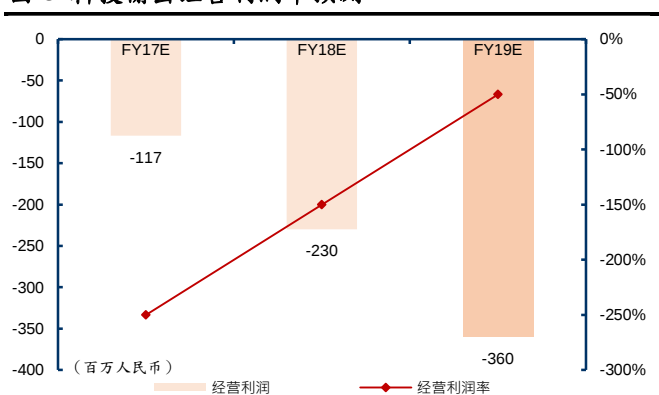
来源：公司，招银国际

图 5: 科技输出收入预测



来源：公司，招银国际

图 6: 科技输出经营利润率预测



来源：公司，招银国际

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
总保费	2,283	3,408	5,957	9,924	16,030
分出保费及提取未到期责任准备金	(362)	(183)	(1,519)	(1,781)	(2,890)
已赚保费	1,921	3,225	4,438	8,143	13,140
投资收益	561	140	626	972	1,428
保险业务收入	2,483	3,366	5,065	9,242	15,051
科技输出收入	0	0	47	280	1,202
软件许可、IT服务及SaaS	0	0	47	153	719
消费金融服务收入	0	0	0	127	483
其他业务收入	27	47	7	0	0
收入合计	2,509	3,413	5,118	9,395	15,770
已产生赔款净额	(1,316)	(1,355)	(2,853)	(4,144)	(6,355)
手续费及佣金	(101)	(287)	(566)	(958)	(1,639)
技术服务费	(570)	(1,027)	(1,550)	(2,054)	(2,757)
财务费用	(3)	(0)	(6)	(6)	(6)
科技输出开支	0	0	(163)	(383)	(1,079)
其他经营及行政开支	(459)	(730)	(1,036)	(1,859)	(2,868)
给付、赔款及费用合计	(2,450)	(3,400)	(6,174)	(9,404)	(14,704)
除所得税前利润	60	13	(1,056)	(9)	1,066
所得税开支	(15)	(4)	(10)	2	(267)
净利润	44	9	(1,066)	(7)	800

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
投资资产	7,709	8,681	20,059	22,044	26,414
非投资资产	360	651	977	1,075	1,182
资产总额	8,069	9,332	21,169	23,249	27,727
保险合同负债	616	797	2,520	4,212	7,418
金融负债	3	856	267	250	250
其他负债	551	820	834	1,191	1,603
负债总额	1,171	2,473	3,621	5,653	9,271
净资产	6,898	6,859	17,548	17,596	18,456
权益总额	6,898	6,859	17,548	17,596	18,456

来源：公司及招银国际预测

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
总保费按生态系统划分					
生活消费	69.9%	47.5%	37.6%	31.8%	26.6%
航旅	14.1%	31.7%	22.4%	13.8%	9.4%
消费金融	13.3%	9.3%	16.0%	17.9%	18.8%
健康	0.8%	6.9%	17.7%	27.8%	34.4%
车险	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%
其他	1.8%	4.4%	6.2%	8.2%	10.2%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
同比变动					
总保费	187.5%	49.3%	76.0%	65.5%	61.5%
-生活消费	118.0%	1.5%	39.0%	40.0%	35.0%
-航旅	627.6%	235.8%	24.0%	2.0%	10.0%
-消费金融	3169.2%	4.9%	201.8%	85.3%	69.8%
-健康	174672.7%	1127.2%	350.0%	160.0%	100.0%
-车险	N/A	628.8%	222.2%	300.0%	100.0%
-其他	407.0%	255.0%	150.0%	120.0%	100.0%
已赚保费	169.8%	67.9%	37.6%	83.5%	61.4%
投资收益	523.8%	-75.0%	345.7%	55.2%	47.0%
消费金融服务收入	N/A	N/A	N/A	N/A	280.4%
保险业务收入	209.5%	35.6%	50.5%	82.5%	62.9%
科技业务收入	N/A	N/A	N/A	228.8%	369.3%
总收入	206.9%	36.0%	50.0%	83.6%	67.9%
除所得税前利润	62.9%	-78.2%	N/A	N/A	-11813.6%
净利润	19.7%	-78.8%	N/A	N/A	-11813.6%
承保利润					
综合成本率	126.6%	104.7%	135.0%	110.7%	103.6%
赔付率	68.5%	42.0%	64.3%	50.9%	48.4%
费用率	58.1%	62.7%	70.7%	59.8%	55.3%
投资收益率					
净投资收益率	3.5%	3.6%	3.1%	3.7%	5.1%
总投资收益率	12.6%	1.8%	4.5%	4.7%	6.0%
利润率					
承保利润率	-27.5%	-5.4%	-35.4%	-10.8%	-3.7%
保险业务利润率	1.3%	-1.0%	-18.7%	2.4%	9.5%
科技业务利润率	N/A	N/A	-250.0%	-150.0%	-50.0%
净利润率	1.8%	0.3%	-20.8%	-0.1%	5.1%
收益率					
权益收益率	1.1%	0.1%	-8.7%	0.0%	4.4%
资产收益率	0.9%	0.1%	-7.0%	0.0%	3.1%
偿付能力充足率					
核心偿付能力充足率	N/A	722.5%	1080.9%	655.0%	427.4%
综合偿付能力充足率	1620.4%	722.5%	1080.9%	655.0%	427.4%
每股数据					
每股收益（人民币）	0.04	0.01	(0.73)	(0.00)	0.54
每股账面价值（人民币）	5.56	5.53	11.94	11.97	12.56
每股股利（人民币）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

注释：招银国际证券（或相关实体）在过去 12 个月之内为众安在线 (6060 HK) 提供过上市服务，烦请知悉。