

## 眾安在綫 (6060 HK)

### 口袋裏的保險科技

- ❖ **科技引領保險生態系統創新：“12345”業務布局。**眾安在綫財產保險股份有限公司（以下“眾安”）是中國第一家互聯網保險公司以及領先的保險科技公司，業務圍繞保險和科技 2 條軸線展開，公司目前擁有 3 個系列的金融科技輸出產品，致力於人工智能、區塊鏈、雲計算、大數據 4 項科技在金融保險領域的運用，公司的保險業務主要立足于 5 個互聯網生態系統（生活消費、航旅、消費金融、健康和車險）。
- ❖ **生態系統創新重構保險價值鏈。**有別于傳統保險公司，眾安保險是基于互聯網將保險產品滲透到與客戶生活息息相關的各個生態系統，它的產品體現出小額、高頻、海量的特點。五個生態圈的構建也折射出眾安業務模式從生態系統的參與者，到連接者和構建者的演進。生活消費和航旅生態圈，眾安主要將自己的產品嵌入合作夥伴的場景進行銷售；在消費金融生態圈，眾安扮演著資金方和資產方之間的橋梁角色，解決兩者由于不信任、信息不對稱等產生的痛點；此外，眾安圍繞“尊享 e 生”產品建立健康生態圈，以及通過輕資產的共保模式涉足車險領域。成立至今，眾安的產品結構逐漸多元化，對於單一產品及合作方的依賴性降低。
- ❖ **ABCD 科技運用，挖掘保險新形態。**我們認為眾安是一家數據驅動型公司，自建安全、高效、低成本的“無界山”雲基礎平臺。海量用戶數據及高效數據分析將助於其優化產品設計（創新“糖小貝”）、動態定價（退貨險實時定價）、并實現生態協同。此外，通過 AI 充分挖掘底層數據、全息識別用戶，構建強風控系統及數據智能服務（如：輿情分析等）。待後期 AI、區塊鏈等運用逐步豐富，將助於發掘長尾需求、擴充產品組合、構建成本優勢、強化風控能力。
- ❖ **科技輸出，梯度借力。**通過為保險、金融機構及相關客戶提供三大解決方案 (S/X/T)，眾安將成為“金融+場景+技術”的技術輸出者。眾安科技自 2Q17 已開始產生收入，我們預計期初將主要受益於軟件版權銷售、IT 服務模式變現。大數據趨勢下，SaaS 將成為長期增長引擎（至 FY19 占科技收入比重達 44%）。
- ❖ **下行風險。**包括（1）競爭對手的涌現，尤其是加強保險領域布局且本身掌握流量入口的互聯網科技公司，例如騰訊微保；（2）互聯網消費金融平臺和產品監管加強，對眾安消費金融生態圈的保費收入和技術服務收入造成負面影響；（3）攜程停止附加產品捆綁銷售，減少眾安航旅生態保費收入。
- ❖ **財務要點。**我們預計（1）保費收入增速強勁，增長主要由消費金融和健康生態圈驅動，2017-19 年複合增長率料達 68.6%；（2）由于業務拓展和產品期限拉長，2017 年賠付率和費用率料雙升；（3）綜合成本率 2018-19 穩步下降；（4）科技產品和技術服務輸出于 2018 年始成為新的利潤來源之一。
- ❖ **目標價 88.09 港幣，首次覆蓋給予買入評級。**我們用分部估值法進行估值。保險業務板塊，我們采用 4.6 倍 2018 年市帳率估值，對應每股 66.03 港元；科技業務板塊用 DCF 和 PE 估值法，對應每股價值為 22.06 港元。整體目標價為 88.09 港元，給予買入評級。

#### 財務資料

(年結：12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
總保費收入（百萬人民幣）	2,283	3,408	6,197	10,460	16,332
總收入（百萬人民幣）	2,509	3,413	5,962	10,337	16,970
淨利潤（百萬人民幣）	44	9	(563)	16	1,319
每股收益（人民幣）	0.04	0.01	(0.38)	0.01	0.90
市賬率 (x)	11.68	11.75	5.28	5.28	4.93
權益收益率 (%)	1.1%	0.1%	-4.5%	0.1%	7.0%
綜合成本率 (%)	126.6%	104.7%	119.5%	110.5%	101.8%

來源：公司，招銀國際預測

### 買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$88.09
潛在升幅	+15.45%
當前股價	HK\$76.30

#### 丁文捷, PhD

電話: (852) 3900 0856

郵件: [dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

#### 黃群

電話: (852) 3900 0889

郵件: [sophiehuang@cmbi.com.hk](mailto:sophiehuang@cmbi.com.hk)

#### 徐涵博

電話: (852) 3761 8725

郵件: [xuhanbo@cmbi.com.hk](mailto:xuhanbo@cmbi.com.hk)

#### 中國金融科技行業

市值(百萬港元)	112,147
3月平均流通量(百萬港元)	467.4
5周內股價高/低(港元)	98/63
總股本(百萬)	1,240.6

資料來源：彭博

#### 股東結構

螞蟻金服	13.54%
騰訊計算機系統	10.21%
平安保險	10.21%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-12.4%	-14.3%
3-月	-	-
6-月	-	-

Source: Bloomberg

#### 12-月股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.zhongan.com

**利潤表**

年結：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
总保费	794	2,283	3,408	6,197	10,460	16,332
分出保费及提取未到期责任准备金	(82)	(362)	(183)	(836)	(1,359)	(1,759)
<b>已赚保费</b>	<b>712</b>	<b>1,921</b>	<b>3,225</b>	<b>5,361</b>	<b>9,101</b>	<b>14,574</b>
投资收益	90	561	140	315	650	968
<b>保险业务收入</b>	<b>802</b>	<b>2,483</b>	<b>3,366</b>	<b>5,676</b>	<b>10,139</b>	<b>16,221</b>
科技输出收入	0	0	0	47	587	1,429
软件许可、IT服务及SaaS	0	0	0	47	198	749
消费金融服务收入	0	0	0	0	389	680
其他业务收入	15	27	47	240	0	0
<b>收入合计</b>	<b>818</b>	<b>2,509</b>	<b>3,413</b>	<b>5,962</b>	<b>10,337</b>	<b>16,970</b>
已产生赔款净额	(523)	(1,316)	(1,355)	(2,760)	(4,406)	(6,639)
手续费及佣金	(16)	(101)	(287)	(654)	(1,128)	(1,742)
技术服务费	(92)	(570)	(1,027)	(1,683)	(2,424)	(3,247)
财务费用	(6)	(3)	(0)	(1)	(0)	0
科技输出开支	0	0	0	(163)	(258)	(375)
其他经营及行政开支	(144)	(459)	(730)	(1,321)	(2,099)	(3,209)
<b>给付、赔款及费用合计</b>	<b>(781)</b>	<b>(2,450)</b>	<b>(3,400)</b>	<b>(6,581)</b>	<b>(10,315)</b>	<b>(15,211)</b>
除所得税前利润	37	60	13	(619)	22	1,759
所得税开支	0	(15)	(4)	56	(5)	(440)
<b>净利润</b>	<b>37</b>	<b>44</b>	<b>9</b>	<b>(563)</b>	<b>16</b>	<b>1,319</b>

來源：公司及招銀國際預測

**資產負債表**

年結：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>金融资产</b>	<b>1,290</b>	<b>7,709</b>	<b>8,681</b>	<b>19,538</b>	<b>19,978</b>	<b>22,387</b>
- 投资资产	1,150	7,706	7,825	19,419	19,943	22,376
<b>非金融资产</b>	<b>80</b>	<b>360</b>	<b>651</b>	<b>1,090</b>	<b>1,590</b>	<b>2,103</b>
- 保险业务相关资产	51	233	346	632	994	1,388
- 其他资产	29	127	305	458	596	715
<b>资产总额</b>	<b>1,369</b>	<b>8,069</b>	<b>9,332</b>	<b>20,628</b>	<b>21,568</b>	<b>24,490</b>
保险合同负债	123	616	797	1,129	1,894	3,306
金融负债	140	3	856	119	36	11
其他负债	86	551	820	1,301	1,569	1,797
<b>负债总额</b>	<b>349</b>	<b>1,171</b>	<b>2,473</b>	<b>2,550</b>	<b>3,499</b>	<b>5,113</b>
<b>净资产</b>	<b>1,021</b>	<b>6,898</b>	<b>6,859</b>	<b>18,079</b>	<b>18,069</b>	<b>19,377</b>
<b>权益总额</b>	<b>1,021</b>	<b>6,898</b>	<b>6,859</b>	<b>18,079</b>	<b>18,069</b>	<b>19,377</b>

來源：公司及招銀國際預測

**主要比率**

年結：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>总保费按生态系统划分</b>						
生活消费	92.2%	69.9%	47.5%	36.3%	29.3%	25.3%
航旅	5.6%	14.1%	31.7%	24.1%	19.3%	16.0%
消费金融	1.2%	13.3%	9.3%	15.5%	18.6%	20.0%
健康	0.0%	0.8%	6.9%	17.9%	25.4%	31.0%
车险	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
其他	1.0%	1.8%	4.4%	6.0%	7.1%	7.3%
<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>同比变动</b>						
<b>总保费</b>	<b>N/A</b>	<b>187.5%</b>	<b>49.3%</b>	<b>81.8%</b>	<b>68.8%</b>	<b>56.1%</b>
-生活消费	N/A	118.0%	1.5%	39.0%	36.0%	35.0%
-航旅	N/A	627.6%	235.8%	38.0%	35.0%	30.0%
-消费金融	N/A	3169.2%	4.9%	201.8%	102.4%	67.9%
-健康	N/A	174672.7%	1127.2%	370.0%	140.0%	90.0%
-车险	N/A	N/A	628.8%	222.2%	200.0%	100.0%
-其他	N/A	407.0%	255.0%	150.0%	100.0%	60.0%
已赚保费	N/A	169.8%	67.9%	66.2%	69.8%	60.1%
投资收益	N/A	523.8%	-75.0%	124.0%	106.5%	49.0%
消费金融服务收入	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	74.9%
保险业务收入	N/A	209.5%	35.6%	68.6%	78.6%	60.0%
科技业务收入	N/A	N/A	N/A	N/A	325.3%	277.9%
总收入	N/A	206.9%	36.0%	74.7%	73.4%	64.2%
除所得税前利润	N/A	62.9%	-78.2%	N/A	N/A	8014.5%
净利润	N/A	19.7%	-78.8%	N/A	N/A	8014.5%
<b>承保利润</b>						
综合成本率	108.6%	126.6%	104.7%	119.5%	110.5%	101.8%
赔付率	73.4%	68.5%	42.0%	51.5%	48.4%	45.6%
费用率	35.2%	58.1%	62.7%	68.0%	62.1%	56.2%
<b>投资收益率</b>						
净投资收益率	4.8%	3.5%	3.6%	2.6%	3.1%	4.3%
总投资收益率	7.3%	12.6%	1.8%	2.3%	3.3%	4.6%
<b>利润率</b>						
承保利润率	-9.7%	-27.5%	-5.4%	-19.7%	-10.5%	-1.8%
保险业务利润率	2.6%	1.3%	-1.0%	-13.1%	0.8%	8.5%
科技业务利润率	N/A	N/A	N/A	-250.0%	-30.0%	50.0%
净利润率	4.5%	1.8%	0.3%	-9.4%	0.2%	7.8%
<b>收益率</b>						
权益收益率	3.6%	1.1%	0.1%	-4.5%	0.1%	7.0%
资产收益率	2.7%	0.9%	0.1%	-3.8%	0.1%	5.7%
<b>偿付能力充足率</b>						
核心偿付能力充足率	N/A	N/A	722.5%	1115.4%	674.8%	451.5%
综合偿付能力充足率	714.9%	1620.4%	722.5%	1115.4%	674.8%	451.5%
<b>每股数据</b>						
每股收益（人民币）	0.04	0.04	0.01	-0.38	0.01	0.90
每股账面价值（人民币）	1.02	5.56	5.53	12.30	12.29	13.18
每股股利（人民币）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司及招銀國際預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

注釋：招銀國際證券（或相關實體）在過去12個月之內為眾安在綫(6060 HK)提供過上市服務，煩請知悉。