

## 众安在线 (6060 HK)

### 科技商机不敌承保端盈利压力

- ❖ **上半年净亏损 6.7 亿元人民币。** 保费收入同比增长 106% 至 51.5 亿元。综合成本率同比上升 5.3 个百分点至 124% (费用率下降 6.7 个百分点至 69.8%，但赔付率上升 1.4 个百分点)。公司承保亏损 8.7 亿元。由于上市后投资资产较为充裕，净投资收益 (利息和股息收入) 同比增长 67% 至 4.07 亿元。
- ❖ **消费金融、健康、汽车生态圈带动保费收入增长。** 消费金融、健康、汽车生态圈保费收入分别大幅增长 4.8/2.6/112 倍，达到 14.84/15.57/4.63 亿元。两个传统生态圈保费收入受挫——生活消费生态圈保费收入同比下降 17%，主要由于公司减少了低质量的消费电子业务；由于在线旅行社终止默认购买保险服务，航旅生态圈保费收入同比下降 3%。
- ❖ **尽管保费收入高速增长，但承保利润率改善不及预期。** 费用率同比下降 6.7 个百分点至 69.8%，主要由于保费收入结构优化——渠道费较低的生态圈 (如健康和消费金融) 贡献了更多保费收入。然而，除消费金融外，各生态圈自身渠道费的改善并不明显。赔付率同比上升 1.4 个百分点至 54.2%，但较 2017 财年改善了 5.3 个百分点。我们预计 2018-2020 财年，公司将继续承保亏损。
- ❖ **保险科技新进展：H 系列健康医疗产品线。** H 系列商保科技产品为商业健康险公司和医疗保健机构提供数据查询、风险控制和场景保险解决方案。上半年，H 系列产品开拓卓有成效。截至 2018 年 6 月 30 日，公司已与全国 200 多家二甲及以上医院建立合作，并已与 10 家机构签订服务合同，包括保险公司 (横琴人寿、安盛太平等)、TPA 公司以及健康管理公司。
- ❖ **更改估值方法，并下调目标价至 43.67 港元。** 此前，我们使用分部加法估值并单独评估公司的科技业务。然而到目前为止，众安科技的财务数据和业务进展均未达预期。S/X/H/T/F 系列的规模扩张、签约用户增速亦不及预期，盈利前景并不十分乐观，离盈亏平衡点尚有距离。公司与软银合作以期科技业务走向国际不失为正面催化剂，但我们选择稍作观望，等到有实际项目落地后，再考虑将其纳入估值。目前，我们倾向于转向传统方法，将公司视为科技赋能的保险公司。我们的新目标价为 43.67 港元，对应 3.5 倍 2018 年预测市账率，该倍数为保险公司和互联网金融公司同业的加权平均数。维持持有评级。

#### 财务资料

(年结：12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
总保费收入 (百万人民币)	3,408	5,954	10,869	16,929	23,722
总收入 (百万人民币)	3,413	5,118	9,041	14,628	21,107
净利润 (百万人民币)	9	(996)	(1,235)	(678)	(12)
每股收益 (人民币)	0.01	(0.77)	(0.84)	(0.46)	(0.01)
市账率 (x)	5.99	2.51	3.11	3.26	3.28
权益收益率 (%)	0.1%	-8.3%	-7.5%	-4.4%	-0.1%
综合成本率 (%)	104.7%	133.1%	125.6%	111.6%	107.7%

来源：公司，招银国际预测

#### 持有 (维持)

目标价	HK\$43.67
(此前目标价)	HK\$77.48)
潜在升幅	+14.9%
当前股价	HK\$38.00

#### 丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

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

#### 黄群

电话: (852) 3900 0889

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

#### 徐涵博

电话: (852) 3761 8725

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

中国金融科技行业

市值(百万港元)	55,853
3月平均流通量(百万港元)	76.5
52周内股价高/低(港元)	97.8/32.9
总股本(百万)	1,469.8

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	-1.5%	2.5%
3-月	-24.7%	-16.2%
6-月	-44.0%	-36.7%

资料来源: 彭博

#### 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](http://www.zhongan.com)

图 1：2018 上半年经营业绩回顾

百万人民币	2018上半年	2017上半年	同比变动
总保费	5,148	2,492	106.6%
减：分出保费	(271)	(93)	190.3%
净承保保费	4,877	2,398	103.3%
减：提取未到期责任准备金	(1,257)	(438)	187.3%
<b>已赚保费</b>	<b>3,620</b>	<b>1,961</b>	<b>84.6%</b>
投资收益净额	643	287	124.4%
利息及股息收入	407	243	67.4%
已实现收益净额	235	43	445.2%
公允价值变动损益净额	(287)	(32)	805.4%
其他收入	91	77	18.6%
<b>收入合计</b>	<b>4,067</b>	<b>2,292</b>	<b>77.4%</b>
已产生赔款净额	(1,961)	(1,035)	89.5%
手续费及佣金	(526)	(269)	95.8%
汇兑亏损	(1)	(0)	2197.4%
财务费用	(16)	(2)	932.2%
业务及管理费	(2,022)	(1,250)	61.7%
其他开支	(219)	(44)	397.6%
<b>开支总额</b>	<b>(4,744)</b>	<b>(2,599)</b>	<b>82.5%</b>
采用权益法列账之应占联营公司溢利净额	7	0	-
<b>除所得税前亏损</b>	<b>(670)</b>	<b>(307)</b>	<b>118.5%</b>
所得税	4	20	-82.5%
<b>期内净亏损</b>	<b>(667)</b>	<b>(287)</b>	<b>132.5%</b>
归属于：			
非控股权益	(11)	0	
<b>母公司股东</b>	<b>(656)</b>	<b>(287)</b>	<b>128.7%</b>

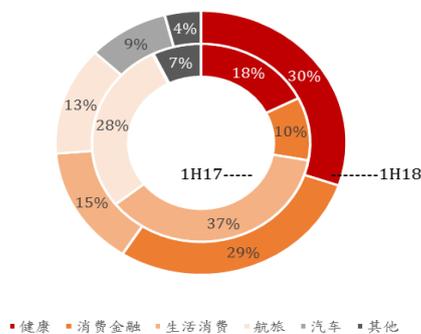
来源：公司，招银国际

图 2：保费收入增长由健康、消费金融及汽车生态圈驱动

生态	2018上半年		2017上半年		同比变动
	百万人民币	占比	百万人民币	占比	
健康	1,557	30.2%	438	17.6%	255.9%
消费金融	1,484	28.8%	256	10.3%	478.8%
生活消费	753	14.6%	909	36.5%	-17.2%
航旅	684	13.3%	706	28.3%	-3.1%
汽车	463	9.0%	4	0.2%	11178%
其他	207	4.0%	179	7.2%	15.5%
<b>总保费</b>	<b>5,148</b>	<b>100.0%</b>	<b>2,492</b>	<b>100.0%</b>	<b>107%</b>

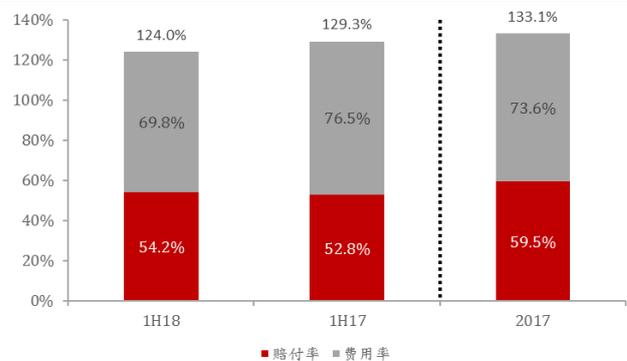
来源：公司，招银国际

图 3：保费收入按生态



来源：公司，招银国际

图 4：2018 上半年综合成本率为 124%



来源：公司，招银国际

**利潤表**

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
总保费	3,408	5,954	10,869	16,929	23,722
分出保费及提取未到期责任准备金	(183)	(1,340)	(2,958)	(3,873)	(5,082)
<b>已赚保费</b>	<b>3,225</b>	<b>4,614</b>	<b>7,911</b>	<b>13,056</b>	<b>18,640</b>
投资收益	140	838	970	1,155	1,426
<b>保险业务收入</b>	<b>3,366</b>	<b>5,452</b>	<b>8,881</b>	<b>14,212</b>	<b>20,067</b>
其他业务收入	47	131	160	416	1,040
<b>收入合计</b>	<b>3,413</b>	<b>5,583</b>	<b>9,041</b>	<b>14,628</b>	<b>21,107</b>
已产生赔款净额	(1,355)	(2,746)	(4,268)	(6,233)	(8,483)
手续费及佣金	(287)	(603)	(1,163)	(1,958)	(2,796)
汇兑（亏损）/收益	0	(139)	0	0	0
财务费用	(0)	(4)	(31)	(31)	(31)
业务及管理费	(1,754)	(2,886)	(4,503)	(6,378)	(8,804)
其他开支	(3)	(205)	(318)	(709)	(1,008)
<b>开支总额</b>	<b>(3,400)</b>	<b>(6,583)</b>	<b>(10,283)</b>	<b>(15,310)</b>	<b>(21,122)</b>
除所得税前利润	13	(1,002)	(1,243)	(682)	(16)
所得税开支	(4)	6	7	4	4
<b>净利润</b>	<b>9</b>	<b>(996)</b>	<b>(1,235)</b>	<b>(678)</b>	<b>(12)</b>

来源：公司，招银国际预测

**资产负债表**

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
投资资产	8,681	19,695	22,413	25,685	30,030
非投资资产	651	1,454	3,490	3,839	4,223
<b>资产总额</b>	<b>9,332</b>	<b>21,149</b>	<b>25,903</b>	<b>29,524</b>	<b>34,252</b>
保险合同负债	797	2,430	5,180	8,578	12,883
金融负债	856	153	1,626	1,623	1,621
其他负债	820	1,295	3,261	4,232	4,744
<b>负债总额</b>	<b>2,473</b>	<b>3,879</b>	<b>10,067</b>	<b>14,433</b>	<b>19,249</b>
<b>净资产</b>	<b>6,859</b>	<b>17,271</b>	<b>15,836</b>	<b>15,090</b>	<b>15,004</b>
非控股權益	0	144	174	166	165
<b>权益总额</b>	<b>6,859</b>	<b>17,127</b>	<b>15,662</b>	<b>14,924</b>	<b>14,838</b>

来源：公司，招银国际预测

**主要比率**

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>总保费按生态系统划分</b>					
生活消费	47.5%	30.0%	14.8%	9.7%	7.1%
航旅	31.7%	24.1%	13.3%	8.7%	6.4%
消费金融	9.3%	17.4%	25.7%	29.7%	31.8%
健康	6.9%	20.2%	31.0%	35.8%	38.4%
车险	0.1%	1.3%	9.4%	10.9%	11.7%
其他	4.4%	7.0%	5.7%	5.1%	4.8%
<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>同比变动</b>					
<b>总保费</b>	<b>49.3%</b>	<b>74.7%</b>	<b>82.5%</b>	<b>55.8%</b>	<b>40.1%</b>
-生活消费	1.5%	10.3%	-10.0%	2.0%	2.0%
-航旅	235.8%	32.8%	1.0%	2.0%	2.0%
-消费金融	4.9%	225.0%	170.0%	80.0%	50.0%
-健康	1127.2%	410.4%	180.0%	80.0%	50.0%
-车险	628.8%	2018.7%	1200.0%	80.0%	50.0%
-其他	255.0%	179.2%	50.0%	40.0%	30.0%
已赚保费	67.9%	43.1%	71.4%	65.0%	42.8%
投资收益	-75.0%	496.4%	15.8%	19.1%	23.4%
消费金融服务收入	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
保险业务收入	35.6%	62.0%	62.9%	60.0%	41.2%
总收入	36.0%	63.6%	61.9%	61.8%	44.3%
除所得税前利润	-78.2%	N/A	N/A	-45.1%	-97.7%
净利润	-78.8%	N/A	N/A	-45.1%	-98.2%
<b>承保利润</b>					
综合成本率	104.7%	135.1%	125.6%	111.6%	107.7%
赔付率	42.0%	59.5%	54.0%	47.7%	45.5%
费用率	62.7%	75.6%	71.6%	63.9%	62.2%
<b>投资收益率</b>					
净投资收益率	3.6%	3.8%	4.7%	4.4%	4.5%
总投资收益率	1.8%	7.7%	4.7%	5.0%	5.3%
<b>利润率</b>					
承保利润率	-5.3%	-35.1%	-30.0%	-17.3%	-13.3%
保险业务利润率	-1.0%	-20.7%	-15.8%	-7.7%	-5.3%
科技业务利润率	N/A	-250.0%	-150.0%	-50.0%	20.0%
净利润率	0.3%	-17.8%	-13.7%	-4.6%	-0.1%
<b>收益率</b>					
权益收益率	0.1%	-8.3%	-7.5%	-4.4%	-0.1%
资产收益率	0.1%	-6.5%	-5.3%	-2.4%	0.0%
<b>偿付能力充足率</b>					
核心偿付能力充足率	722.5%	1178.3%	1026.2%	842.9%	774.9%
综合偿付能力充足率	722.5%	1178.3%	1026.2%	842.9%	774.9%
<b>每股数据</b>					
每股收益（人民币）	0.01	(0.77)	(0.84)	(0.46)	(0.01)
每股账面价值（人民币）	5.53	13.22	10.66	10.15	10.10
每股股利（人民币）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司，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于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

本报告期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上责任。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年证券交易法规则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。

**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。**