

## 眾安在綫 (6060 HK)

### 2017 財年業績預覽：短期逆風

- ❖ **財報預覽**。2017 年，公司虧損或高于預測，原因在于：(1)非經常性匯兌損失約 1 億元人民幣；(2)政府補貼少于公司指引約 2 億元；(3)賠付率上升及保險準備金增加。因此，我們將 2017 年的淨虧損預測從人民幣 5 億元調整至人民幣 10.5 億元。
- ❖ **航旅險承壓**。2017 年四季度，監管機構禁止 OTA “捆綁銷售”航旅險。據管理層估計，目前，由于超過 80% 的航旅險產品通過 OTA 銷售，公司 40%~50% 的航旅險業務將受到影響。儘管公司正在積極增強其他銷售渠道并試圖在現有平臺上提供定制服務，但考慮到 OTA 渠道銷售占比較大，這一影響將在 2018 年持續。
- ❖ **消費金融生態增速喜人，但面臨監管不確定性**。儘管消費金融業務快速增長，但是我們擔心政策層面的不確定性。監管機構多次提到，家庭杠杆率和消費貸款（尤其是通過互聯網平臺的消費貸款）激增的情況令人擔憂。儘管眾安是一家持牌金融機構，但這些不確定因素可能會對其合作夥伴的消費信貸業務造成壓力。因此，我們調整了對該部分業務的估計，特別是眾安通過輸出風控技術獲得的服務收入。
- ❖ **健康險及車險維持增勢**。健康險業務增長得益于：(1)豐富的產品和定制服務；(2)保單繼續率約 50%。自 2017 年 9 月以來，公司車險業務新覆蓋 18 個省份，且在與平安的共保協議中約定更高的分成（30%至 50%），因此車險增速可能會更快。
- ❖ **科技業務拓展持續，但投入仍為中長期主旋律**。眾安科技近期拓展多項細分業務，包括 H 系列（醫療解決方案）、X flow 流量分析平臺、黑貓背調等。其中 H 系列通過對接醫院、整合醫療數據，打通承保端與理賠端。該系列一方面為醫院提高非主營業務收入，一方面為其他保險公司提供數據支持。目前已有 10+ 合作醫院。財務層面，我們維持 FY17 預測不變（收入約 4700 萬，S 系列占比最大），但調低 FY18/19 經營利潤率，已反映業務擴張所需的研發費用投入。我們預計在 FY20 之前，投入仍為主旋律。
- ❖ **下行風險**。包括(1)來自對手的競爭；(2)對消費者融資平臺的監管加強；(3)禁止在 OTA 平臺捆綁銷售航旅險；(4)技術擴張不及預期或導致更大虧損。
- ❖ **目標價 77.48 港幣，下調至持有評級**。我們贊賞公司對其上市時明確的長期目標的進展，但是短期內財務表現不及預期。當前估值較高，基本已充分反映積極因素。因此，基于分部估值法，將目標價由 88.09 港元下調至 77.48 港元，維持持有評級。

#### 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	5,957	9,924	16,030
總收入（百萬人民幣）	2,509	3,413	5,118	9,395	15,770
淨利潤（百萬人民幣）	44	9	(1066)	(7)	800
每股收益（人民幣）	0.04	0.01	(0.73)	(0.00)	0.54
市賬率(x)	10.64	10.70	4.95	4.94	4.71
權益收益率(%)	1.1%	0.1%	-8.7%	0.0%	4.4%
綜合成本率(%)	126.6%	104.7%	135.0%	110.7%	103.6%

來源：公司，招銀國際預測

#### 持有（下調）

目標價	HK\$77.48
(此前目標價)	HK\$88.09
潛在升幅	+10.06%
當前股價	HK\$70.40

#### 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)	103,475
3月平均流通量(百萬港元)	133.20
5周內股價高/低(港元)	97.8/62.5
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	7.7%	0.9%
3-月	6.4%	-1.3%
6-月	N/A	N/A

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

圖 1: 業績預測修訂

百万人民币	FY16A	FY17E new	FY18E new	FY17E old	FY18E old
<b>利润表</b>					
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
<b>收入合计</b>	<b>3,413</b>	<b>5,118</b>	<b>9,395</b>	<b>5,962</b>	<b>10,337</b>
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)
<b>给付、赔款及费用合计</b>	<b>(3,400)</b>	<b>(6,174)</b>	<b>(9,404)</b>	<b>(6,581)</b>	<b>(10,315)</b>
除所得税前利润	13	(1,056)	(9)	(619)	22
所得税开支	(4)	(10)	2	56	(5)
<b>净利润</b>	<b>9</b>	<b>(1,066)</b>	<b>(7)</b>	<b>(563)</b>	<b>16</b>
<b>资产负债表</b>					
投资资产	8,681	20,059	22,044	19,538	19,978
<b>资产总额</b>	<b>9,332</b>	<b>21,169</b>	<b>23,249</b>	<b>20,628</b>	<b>21,568</b>
保险合同负债	797	2,520	4,212	1,129	1,894
<b>负债总额</b>	<b>2,473</b>	<b>3,621</b>	<b>5,653</b>	<b>2,550</b>	<b>3,499</b>
<b>权益总额</b>	<b>6,859</b>	<b>17,548</b>	<b>17,596</b>	<b>18,079</b>	<b>18,069</b>
<b>主要比率</b>					
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%

來源：公司，招銀國際預測

圖 2: 估值預測修訂

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
<b>2018财年预测账面价值(百万人民币)——除众安科技</b>	<b>17,096</b>	<b>17,569</b>
<b>公允市账率</b>	<b>4.2</b>	<b>4.6</b>
=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
<b>保险业务每股价值</b>	<b>HK\$59.36</b>	<b>HK\$66.03</b>
<b>科技业务</b>		
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
<b>科技业务每股价值</b>	<b>HK\$18.11</b>	<b>HK\$22.06</b>
<b>众安每股价值合计</b>	<b>HK\$77.48</b>	<b>HK\$88.09</b>

來源：公司，招銀國際預測

圖 3: 健康險產品綫

	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

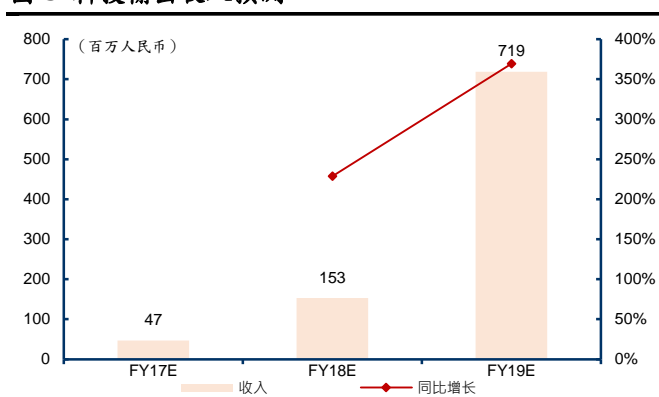
來源：公司，招銀國際

圖 4: 消費金融技術服務收入預測

	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

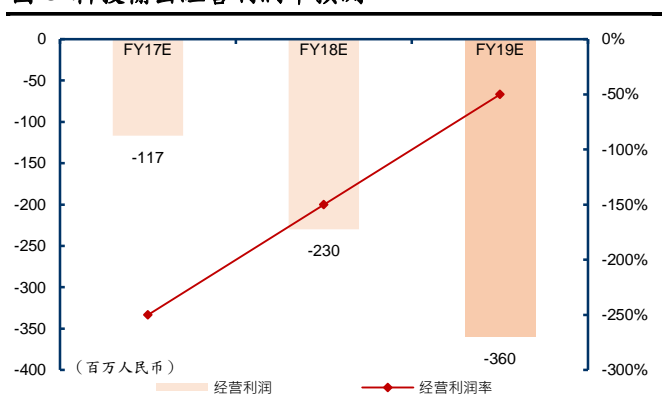
來源：公司，招銀國際

圖 5: 科技輸出收入預測



來源：公司，招銀國際

圖 6: 科技輸出經營利潤率預測



來源：公司，招銀國際

**利潤表**

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)
<b>已赚保费</b>	<b>1,921</b>	<b>3,225</b>	<b>4,438</b>	<b>8,143</b>	<b>13,140</b>
投资收益	561	140	626	972	1,428
<b>保险业务收入</b>	<b>2,483</b>	<b>3,366</b>	<b>5,065</b>	<b>9,242</b>	<b>15,051</b>
<b>科技输出收入</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>47</b>	<b>280</b>	<b>1,202</b>
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
<b>收入合计</b>	<b>2,509</b>	<b>3,413</b>	<b>5,118</b>	<b>9,395</b>	<b>15,770</b>
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)
<b>给付、赔款及费用合计</b>	<b>(2,450)</b>	<b>(3,400)</b>	<b>(6,174)</b>	<b>(9,404)</b>	<b>(14,704)</b>
除所得税前利润	60	13	(1,056)	(9)	1,066
所得税开支	(15)	(4)	(10)	2	(267)
<b>净利润</b>	<b>44</b>	<b>9</b>	<b>(1,066)</b>	<b>(7)</b>	<b>800</b>

来源：公司及招銀國際預測

**資產負債表**

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
<b>资产总额</b>	<b>8,069</b>	<b>9,332</b>	<b>21,169</b>	<b>23,249</b>	<b>27,727</b>
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
<b>负债总额</b>	<b>1,171</b>	<b>2,473</b>	<b>3,621</b>	<b>5,653</b>	<b>9,271</b>
<b>净资产</b>	<b>6,898</b>	<b>6,859</b>	<b>17,548</b>	<b>17,596</b>	<b>18,456</b>
<b>权益总额</b>	<b>6,898</b>	<b>6,859</b>	<b>17,548</b>	<b>17,596</b>	<b>18,456</b>

来源：公司及招銀國際預測

**主要比率**

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>总保费按生态系统划分</b>					
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%
<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>187.5%</b>	<b>49.3%</b>	<b>76.0%</b>	<b>65.5%</b>	<b>61.5%</b>
-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%
<b>承保利润</b>					
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%
<b>投资收益率</b>					
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%
<b>利润率</b>					
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%
<b>收益率</b>					
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%
<b>偿付能力充足率</b>					
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%
<b>每股数据</b>					
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個月之內為衆安在綫(6060 HK)提供過上市服務，煩請知悉。**