

众安在线 (6060 HK)

口袋里的保险科技

- ❖ **科技引领保险生态系统创新：“12345”业务布局。**众安在线财产保险股份有限公司（以下“众安”）是中国第一家互联网保险公司以及领先的保险科技公司，业务围绕保险和科技2条轴线展开，公司目前拥有3个系列的金融科技输出产品，致力于人工智能、区块链、云计算、大数据4项科技在金融保险领域的运用，公司的保险业务主要立足于5个互联网生态系统（生活消费、航旅、消费金融、健康和车险）。
- ❖ **生态系统创新重构保险价值链。**有别于传统保险公司，众安保险是基于互联网将保险产品渗透到与客户生活息息相关的各个生态系统，它的产品体现出小额、高频、海量的特点。五个生态圈的构建也折射出众安业务模式从生态系统的参与者，到连接者和构建者的演进。生活消费和航旅生态圈，众安主要将自己的产品嵌入合作伙伴的场景进行销售；在消费金融生态圈，众安扮演着资金方和资产方之间的桥梁角色，解决两者由于不信任、信息不对称等产生的痛点；此外，众安围绕“尊享e生”产品建立健康生态圈，以及通过轻资产的共保模式涉足车险领域。成立至今，众安的产品结构逐渐多元化，对于单一产品及合作方的依赖性降低。
- ❖ **ABCD 科技运用，挖掘保险新形态。**我们认为众安是一家数据驱动型公司，自建安全、高效、低成本的“无界山”云基础平台。海量用户数据及高效数据分析将有助于其优化产品设计（创新“糖小贝”）、动态定价（退货险实时定价）、并实现生态协同。此外，通过 AI 充分挖掘底层数据、全息识别用户，构建强风控系统及数据智能服务（如：舆情分析等）。待后期 AI、区块链等运用逐步丰富，将有助于发掘长尾需求、扩充产品组合、构建成本优势、强化风控能力。
- ❖ **科技输出，梯度借力。**通过为保险、金融机构及相关客户提供三大解决方案（S/X/T），众安将成为“金融+场景+技术”的技术输出者。众安科技自2Q17已开始产生收入，我们预计期初将主要受益于软件版权销售、IT 服务模式变现。大数据趋势下，SaaS 将成为长期增长引擎（至 FY19 占科技收入比重达 44%）。
- ❖ **下行风险。**包括（1）竞争对手的涌现，尤其是加强保险领域布局且本身掌握流量入口的互联网科技公司，例如腾讯微保；（2）互联网消费金融平台和产品监管加强，对众安消费金融生态圈的保费收入和技术服务收入造成负面影响；（3）携程停止附加产品捆绑搭售，减少众安航旅生态保费收入。
- ❖ **财务要点。**我们预计（1）保费收入增速强劲，增长主要由消费金融和健康生态圈驱动，2017-19 年复合增长率料达 68.6%；（2）由于业务拓展和产品期限拉长，2017 年赔付率和费用率料双升；（3）综合成本率 2018-19 稳步下降；（4）科技产品和服务输出于 2018 年始成为新的利润来源之一。
- ❖ **目标价 88.09 港币，首次覆盖给予买入评级。**我们用分部估值法进行估值。保险业务板块，我们采用 4.6 倍 2018 年市帐率估值，对应每股 66.03 港元；科技业务板块用 DCF 和 PE 估值法，对应每股价值为 22.06 港元。整体目标价为 88.09 港元，给予买入评级。

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	6,197	10,460	16,332
总收入(百万人民币)	2,509	3,413	5,962	10,337	16,970
净利润(百万人民币)	44	9	(563)	16	1,319
每股收益(人民币)	0.04	0.01	(0.38)	0.01	0.90
市账率(x)	11.68	11.75	5.28	5.28	4.93
权益收益率(%)	1.1%	0.1%	-4.5%	0.1%	7.0%
综合成本率(%)	126.6%	104.7%	119.5%	110.5%	101.8%

来源：公司，招银国际预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$88.09
潜在升幅	+15.45%
当前股价	HK\$76.30

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)	112,147
3月平均流通量(百万港元)	467.4
5周内股价高/低(港元)	98/63
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%

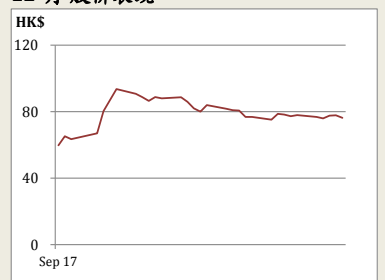
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-12.4%	-14.3%
3-月	-	-
6-月	-	-

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

利润表

年结：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)
已赚保费	712	1,921	3,225	5,361	9,101	14,574
投资收益	90	561	140	315	650	968
保险业务收入	802	2,483	3,366	5,676	10,139	16,221
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
收入合计	818	2,509	3,413	5,962	10,337	16,970
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)
给付、赔款及费用合计	(781)	(2,450)	(3,400)	(6,581)	(10,315)	(15,211)
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)
净利润	37	44	9	(563)	16	1,319

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
金融资产	1,290	7,709	8,681	19,538	19,978	22,387
- 投资资产	1,150	7,706	7,825	19,419	19,943	22,376
非金融资产	80	360	651	1,090	1,590	2,103
- 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
资产总额	1,369	8,069	9,332	20,628	21,568	24,490
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
负债总额	349	1,171	2,473	2,550	3,499	5,113
净资产	1,021	6,898	6,859	18,079	18,069	19,377
权益总额	1,021	6,898	6,859	18,079	18,069	19,377

来源：公司及招银国际预测

主要比率

年結：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
总保费按生态系统划分						
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%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
同比变动						
总保费	N/A	187.5%	49.3%	81.8%	68.8%	56.1%
-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%
承保利润						
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%
投资收益率						
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%
利润率						
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%
收益率						
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%
偿付能力充足率						
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%
每股数据						
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。