

保险行业深度研究报告

从慧择看专业互联网保险中介如何创造增量价值？

- **围栏养鱼，慧择商业模式与其他互联网保险中介有所区别。**互联网保险中介行业快速发展，多方参与其中：1) 以微保和蚂蚁保险为代表的互联网巨头；2) 以水滴和轻松为代表的众筹、互助、保险集团；3) 以慧择为代表的专业互联网保险中介。互联网销售的本质逻辑都是流量变现，但各方商业模式有所区别。互联网巨头拥有大规模的流量，在平台上投放保险产品，引导用户自行购买，其只是作为较为纯粹的引流中介方。水滴、轻松集团通过自行搭建高品质的众筹、互助社群与场景，提高用户的购买转化率。慧择则是通过第三方合作伙伴和精准广告投放将流量吸引到自己的鱼塘，在对第三方的流量进行转化后，通过专业化运营和服务提升用户黏性，沉淀出长期价值。
- **To B 做大规模，To C 做好服务。**慧择有两种销售渠道：直销 To C 和分销 To B。分销模式：慧择与第三方合作伙伴（多为互联网内容博主、“大 V”等意见领袖）合作，利用其私域流量销售产品，支付佣金或技术服务费。直销模式：通过算法精准投放广告吸引客户预约咨询，并通过客户画像分配至保险顾问促成销售及提供售后服务。目前分销渠道是慧择主要的收入来源，间接佣金贡献占比接近 80%，但其面临高成本率（渠道费用高企）和第三方合作伙伴不可控（合规、过度依赖）等弊端。直销渠道下慧择保险顾问与传统险企线下代理人有所区别：1) 保险顾问均为公司正式员工（2019 年 369 人），且只在线上展业，不拨非预约客户电话打扰；2) 保险顾问平均产能远超传统代理人，假设 2019 年新单保费中直销渠道占比 20%，慧择保险顾问月均 FYP 约为 6.6 万元。
- **借助长期险销售，以专业化运营和服务沉淀客户价值。**慧择自 2012 年起探索人身险、长期险的线上销售，2020Q3 长期寿险及健康险在整体承销保费中占比已达到 93%。经营长期险的逻辑在于慧择可以借助其长期建立起来的专业化服务体系（专业咨询、核保、理赔等）深入对接客户需求，服务其全生命周期，从而增强用户黏性，促使保费现金流更加稳定。
- **首创 C2B 保险定制模式，赋能产业链，生产出更贴合用户需求的产品。**慧择深谙互联网以用户需求为中心的思维模式，有 14 年的线上保险销售和运营经验，实现了长期寿险的在线销售、核保与理赔，积累起稳定的技术能力和广泛的用户数据，形成了强大的客户洞察力，可用于辅助营销并精准定位潜在客户。多年经营形成的精细客户画像也为产品定价和风控提供了基础，创造出 C2B 定制化保险生产模式，能更加贴近客户需求且降低成本。目前，定制型产品逐渐成为公司产品销售的主力，根据公司公告数据，其整体佣金收入占比超过 40%。定制化保险产品也使得公司和保险公司合作时掌握部分主动权，获得议价空间。
- **慧择的价值在于：1) 多年深耕互联网赛道，形成强大的客户洞察力，精准营销捕捉用户，反哺定价与风控；2) 经营长期险，以专业能力服务客户全生命周期，沉淀客户价值；3) 挑选、制定合适产品，减少客户交易时间成本，发挥中介的连接价值。**2019 年互联网人身险市场规模为 1858 亿元，渗透率为 6%。慧择的承销保费约为 20 亿元，过去三年实现了 48% 的复合增长，在整个互联网人身险市场份额为 1.1%。互联网人身险赛道空间广阔，政策推进和规范下头部互联网中介受益。我们假设：1) 未来 5 年人身险行业复合增速为 15%；2) 互联网人身险渗透率每年提升 0.5 个百分点至 2024 年的 9%；3) 慧择的市场份额在未来 5 年提升 1 个百分点至 2.1%。则到 2024 年慧择保费规模体量或可达到 120 亿元左右，是目前的 4 倍，复合增速为 40%。慧择于 2020 年初在纳斯达克上市，有助于公司治理结构的优化，提升品牌力，吸引更多的优质人才，为其加深深护城河、开拓业务空间创造出有利条件。
- **风险提示：**监管收紧、科技建设不及预期、行业竞争加剧

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
中国平安	86.98	7.6	9.4	11.3	11.44	9.25	7.7	2.36	强推
中国太保	38.4	3.22	3.65	4.5	11.93	10.52	8.53	2.07	推荐
新华保险	57.97	5.02	5.54	6.09	11.55	10.46	9.52	2.14	强推
中国人寿	38.39	2.09	2.32	2.3	18.37	16.55	16.69	2.74	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2020 年 12 月 31 日收盘价

中性（维持）

华创证券研究所

证券分析师：张经纬

电话：0755-82756802
邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com
执业编号：S0360520060002

证券分析师：徐康

电话：021-20572556
邮箱：xukang@hcyjs.com
执业编号：S0360518060005

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952
邮箱：hongjinping@hcyjs.com
执业编号：S0360516110002

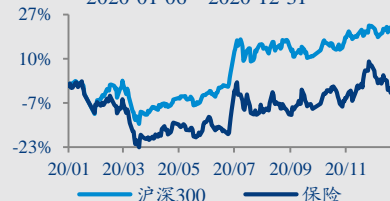
行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	7	0.17
总市值(亿元)	35,461.69	4.08
流通市值(亿元)	21,901.15	3.41

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-5.37	12.32	0.9	
相对表现	-8.42	-5.6	-24.82	

2020-01-06~2020-12-31



相关研究报告

《强调持牌、规范经营，各方发展定位更加清晰——《互联网保险业务监管办法》点评》

2020-12-22

《保险行业重大事项点评：以预估成本定收入，利润驱动更加明晰——《企业会计准则第 25 号——保险合同》点评》

2020-12-29

《保险行业 12 月跟踪报告（2020 年第 12 期，总第 13 期）：基本面向好未改，保险配置正当时》

2020-12-30

投资主题

报告亮点

本篇报告结合行业背景和赛道特征以及近期的监管政策来具体分析保险电商的代表性标——慧择的业务模式、结构及机遇和未来发展可能面临的风险。此外，本篇报告将互联网和保险两个行业的特征相融合，分析了相对于其他商品而言，保险要实现电商化的难点。为了深入剖析标的业务模式的韧性，本文将具体的财务数据运用起来，并以此形成借鉴，探讨标的公司若要实现长期可持续发展，可采取的发展路径和发展手段。

投资逻辑

本篇报告先是介绍了互联网保险中介行业在保险产业链中的定位以及规模体量，分别介绍了以微保+蚂蚁保险、水滴+轻松保、慧择为代表的三个中介阵营的模式以及各自所具有的优劣势。

接着，本文展开论述了互联网保险经纪的代表性标——慧择的发展历程、股权结构、财务表现，发现公司为保险业带来了诸多创新，如保险网销、C2B定制化保险生产等，从战略 1.0 到 3.0，公司逐渐确立了未来打造互联网保险生态圈、以科技赋能提高运营效率的发展走向。

在接下来的篇幅里，本文着重介绍了慧择以人身险销售为主的产品策略以及以间接营销为主的业务模式，阐明人身险销售是公司佣金率相对更高的秘诀，间接营销借助互联网发展的快车道和大 V 私域流量，乘行业发展之风。为此，本文对间接营销中代表慧择与第三方流量渠道相对议价能力的渠道成分率做了单因素敏感性分析，结果表明渠道成本率每下降 5 个百分点，慧择的净利率便能提升 3.7 个百分点。

最后，站在前文解析行业特征、慧择模式和敏感性分析的基础之上，我们做出总结：慧择在保险经纪领域已经走在了行业前列，在互联网人身险销售上已基本站稳根基，但第三方渠道与公司的直接营销也会构成一定的同业竞争，公司若要构建、扩大属于自身的核心流量，则需要强化内容运营能力和自有平台建设，并通过定制化产品、小马理赔等保险思维下的产物持续提升对客户的服务能力，塑造、强化自身品牌，方可实现中国保险网络消费端第一入口的目标。

目 录

一、互联网保险中介：乘互联网发展之力，模式不尽相同	6
（一）互联网保险中介在保险销售中扮演重要角色，近几年融资事件频发	6
（二）不同平台各具特色，三个阵营的业务模式不尽相同	8
二、慧择概况：全球保险电商第一股，逐渐走向盈利	9
（一）从财险到人身险，以创新切入互联网保险中介赛道	9
（二）表决权高度集中，高管团队成员背景多元	10
（三）收入高增走向盈利，毛利率较为稳定	12
三、慧择模式介绍：以人身险销售为主，打造平台型保险中介	13
（一）线上经纪人，以长期人身险赚取高佣金，重视服务质量	13
（二）保险产品分发商，与渠道方利益高度绑定	16
四、站在互联网保险发展的快车道，慧择有什么优势可以脱颖而出？	18
五、风险提示	22

图表目录

图表 1	2019 年互联网财产保险渠道保费占比	6
图表 2	2015-2019 年互联网人身保险各渠道发展情况（单位：亿元）	6
图表 3	互联网财产险行业渗透率	6
图表 4	互联网人身险行业渗透率	6
图表 5	2013-2019 年中国保险科技行业融资情况	7
图表 6	互联网保险中介平台融资明细	7
图表 7	胡润研究院 2020 年关于中国互联网保险中介服务平台的排名	8
图表 8	保险中介平台实力及基本信息（以慧择为代表的阵营）	8
图表 9	慧择拥有保险经纪与保险网销资质	9
图表 10	慧择历史沿革	9
图表 11	慧择股权架构（截至 2020 年 3 月 31 日）	11
图表 12	慧择的高管阵营	11
图表 13	慧择营业收入及归母净利润（亿元）	12
图表 14	慧择营收结构	12
图表 15	慧择毛利率及净利率	13
图表 16	慧择期间费用水平	13
图表 17	慧择所承销的保费的期限结构（单位：亿元）	13
图表 18	慧择承销保费分险种结构（单位：亿元）	13
图表 19	慧择网热销保险产品（截至 2020 年 10 月 17 日）	14
图表 20	慧择销售佣金率：总佣金率自 2019Q4 开始有所下滑	16
图表 21	慧择佣金率水平：人身险佣金率随投保年限的延长而衰减，且整体高于财产险	16
图表 22	慧择销售佣金率：人身险产品高于财产险	16
图表 23	慧择人身险佣金率：长期健康险高于短期健康险和寿险	16
图表 24	慧择保险销售的主要模式	17
图表 25	慧择整体佣金结构：直接营销与间接营销	17
图表 26	慧择分产品佣金结构：直接与间接营销	17
图表 27	慧择渠道成本规模（单位：亿元）及占比	18
图表 28	慧择渠道成本/间接营销收入：间接营销下慧择的净佣金率（剔除渠道成本）约为 25%	18
图表 29	敏感性分析：慧择渠道成本对净利率的影响	18
图表 30	慧择网界面：产品分列清晰、齐全	19
图表 31	慧择的理赔协助服务	20

图表 32 小马理赔服务十大举措	20
图表 33 承销保费（亿元）对比：蚂蚁远高于慧择	21
图表 34 慧择佣金率水平高于蚂蚁保险	21
图表 35 支付宝 APP 月度活跃用户数（亿人）	21
图表 36 微信及 WeChat 的合并月活跃用户数（亿人）	21

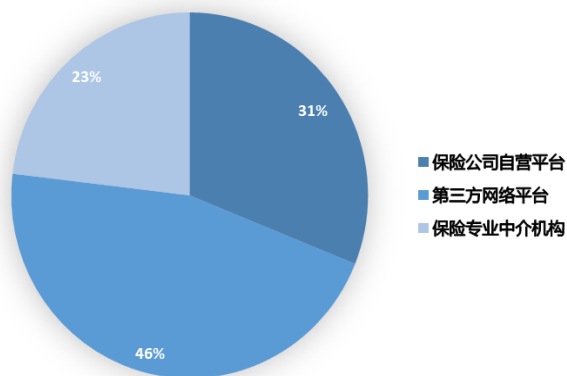
一、互联网保险中介：乘互联网发展之力，模式不尽相同

（一）互联网保险中介在保险销售中扮演重要角色，近几年融资事件频发

保险中介为保险销售的重要渠道。银保监会数据显示，2018年，保险中介渠道（保险公司专属代理人+保险专业中介机构+保险兼业代理机构）实现保费收入3.37万亿元，占全国总保费收入的87.4%，且近5年保险中介渠道保费占比始终在80%以上。

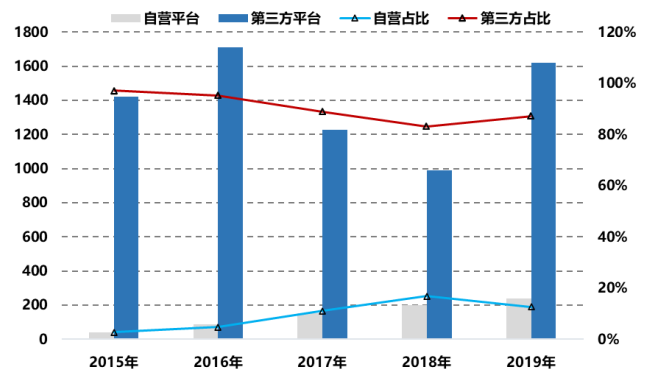
第三方平台在互联网保险销售中占据主导地位，主要包括保险专业中介的线上自营平台、第三方互联网平台等。根据中保协发布的《2019年度互联网人身保险市场运行情况分析报告》，在互联网销售方面，2019年与第三方平台合作的人身险公司有61家，通过自营平台展业的有51家，此外还有50家公司选择同时通过自营平台和第三方平台进行互联网销售。2019年保险公司通过第三方平台线上销售累计实现规模保费1620亿元，在互联网人身保险总体规模保费中的占比为87.2%。互联网财产险方面，2019年第三方业务占比上升至68.9%，其中第三方互联网平台占比45.8%，专业互联网保险中介机构占比23.1%。可见，不论是在人身险还是财产险领域，互联网保险销售均以第三方平台为主。

图表 1 2019 年互联网财产险渠道保费占比



资料来源：中国保险行业协会，华创证券

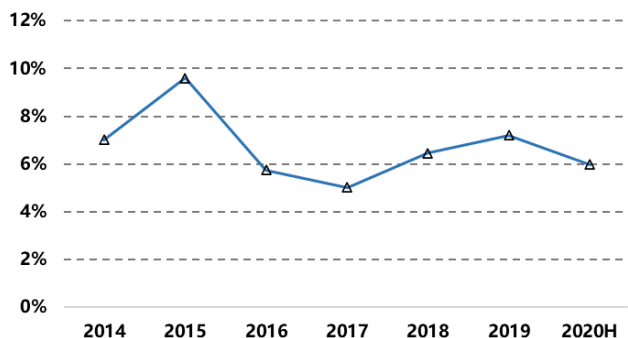
图表 2 2015-2019 年互联网人身保险各渠道发展情况（单位：亿元）



资料来源：中国保险行业协会，华创证券

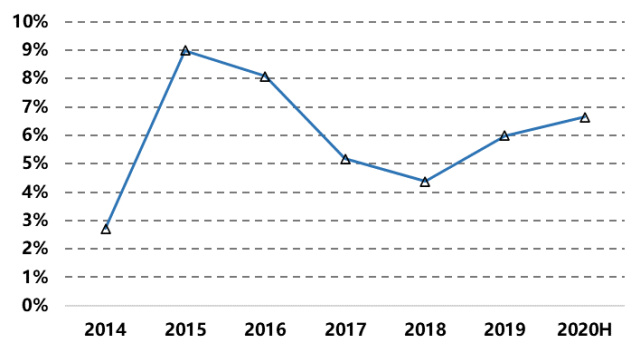
*规模保费口径

图表 3 互联网财产险行业渗透率



资料来源：中国保险行业协会，华创证券

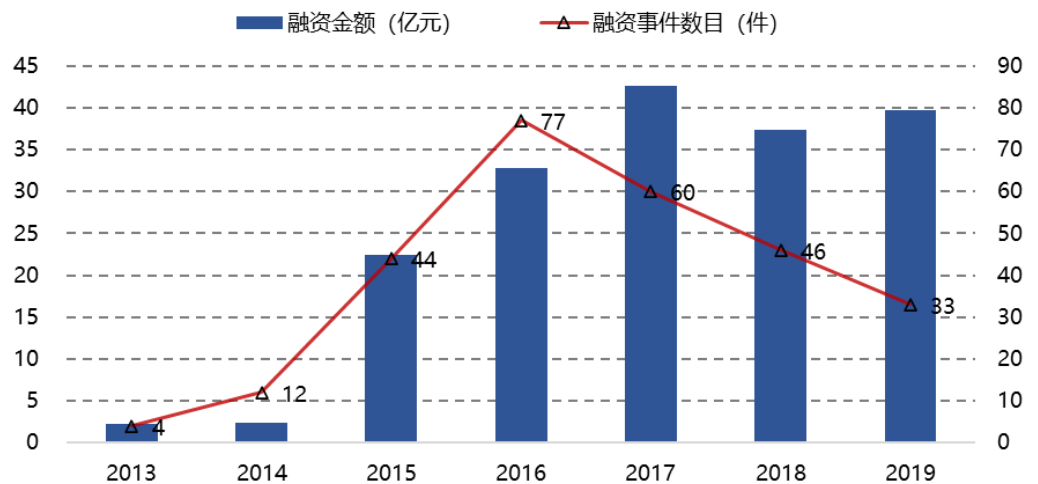
图表 4 互联网人身险行业渗透率



资料来源：中国保险行业协会，华创证券

我国保险科技行业发展迅猛，部分企业开始进入到成熟发展期。2014 年可以说是互联网保险发展的元年。2013 年底，我国第一家专业的互联网保险公司-众安在线成立，随后悟空保、人人保险、小雨伞、脉保等互联网保险中介平台相继上线。根据艾瑞咨询统计，保险科技蓬勃发展，在 2015 年迎来第一轮融资热潮，到 2019 年融资金额达 39.8 亿元，且融资轮次逐渐后移，笔均融资金额超过 1 亿元，部分企业开始从初创期迈进发展成熟期。2020 年 2 月 12 日，慧择在纳斯达克上市，成为全球保险电商第一股。

图表 5 2013-2019 年中国保险科技行业融资情况



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

图表 6 互联网保险中介平台融资明细

平台	融资时间	轮次	融资额	投资方
慧择	2020 年 2 月	IPO 上市	5512 万美元	/
	2016 年 8 月	B+轮	1 亿元	达晨创投
	2016 年 3 月	B 轮	2 亿元	万融时代资本、创东方、拉卡拉
	2014 年 10 月	A 轮	1000 万美元	赛富亚洲基金
悟空保	2019 年 6 月	C 轮	6000 万人民币	易宝支付、58 集团联合领投，梅花创投跟投
	2018 年 9 月	B 轮	数千万美元	58 集团和国华人寿
	2016 年 5 月	Pre-A 轮	1 亿元人民币	凤凰祥瑞资本领投、风云资本跟投
	2015 年 10 月	天使轮	1500 万人民币	梅花创投、青山资本、唱吧创始人陈华
微保	2019 年 10 月	战略融资	未披露融资金额	易宝支付
	2018 年 7 月	战略融资		车库咖啡、同方厚持
	2016 年 9 月	B 轮		皇庭国际
	2015 年 10 月	A 轮		同方厚持
小雨伞	2017 年 3 月	B 轮	1 亿元人民币	经纬中国、天士力资本
	2015 年 12 月	A 轮	数千万人民币	红杉资本中国、信天创投
	2015 年 1 月	天使轮	数百万人民币	信天创投
OK 车险	2016 年 7 月	A 轮	8000 万人民币	京东数科、艾想、IDG 资本、云启资本
	2015 年 9 月	Pre-A 轮	1000 万人民币	艾想投资、云启资本
	2014 年 10 月	天使轮	500 万人民币	IDG 资本、云启资本

资料来源：IT 桔子，亿欧，猎云网，36 氪，华创证券整理

（二）不同平台各具特色，三个阵营的业务模式不尽相同

互联网巨头、众筹平台、专业互联网保险中介在互联网保险经代领域均占有一席之地。根据胡润研究院 2020 年 9 月 16 日发布的《2020 中国互联网保险中介服务平台 Top10》，腾讯旗下的微保位列互联网保险中介服务平台第一位，蚂蚁保险位列第二位，轻松保严选、慧择网、水滴分列第 3-5 位。五家公司代表互联网保险中介领域的三个阵营：1) 以微保、蚂蚁保险为代表的阵营，背靠头部互联网平台，在用户触达方面享有天然的流量优势；2) 以水滴、轻松保为代表的阵营，通过众筹、互助的形式吸引、留住用户，用户黏性较高；3) 以慧择为代表的独立的保险中介公司，通过互联网软文等方式吸引用户投保。

图表 7 胡润研究院 2020 年关于中国互联网保险中介服务平台的排名

排名	品牌	关联企业	代表性合作平台
1	微保	深圳市腾讯计算机系统有限公司	丁香医生，国内知名医学、医疗交流平台，拥有 550 万专业用户，其中包含 200 万医生用户。
2	蚂蚁保险	蚂蚁科技集团股份有限公司	/
3	轻松保严选	北京轻松筹网络科技有限公司	/
4	慧择网	慧择保险经纪有限公司	深蓝保，知名保险大 V，多篇微信推文浏览量上万
5	水滴保险商城	北京纵情向前科技有限公司	/

资料来源：中国保险行业协会，胡润研究院《2020 中国互联网保险中介服务平台 Top10》，华创证券

目前市场上通过教育、科普保险用户销售保险产品，并已经积聚起一定用户规模的独立网销平台还包括小雨伞、悟空保等。慧择和小雨伞的运营思维较为接近，二者均通过 B2B2C 模式，借助于大 V 和 KOL 的影响力为产品销售引流；悟空保的业务模式带有更多直达用户的形式，通过投放高质量的保险产品比对、投保指南等文章，教育用户，科普保险知识，扩大平台影响力。

图表 8 保险中介平台实力及基本信息（以慧择为代表的阵营）

保险平台	成立时间	合作保险公司	保费规模	主承销险种	代表性产品	公司人力规模	创始人及其背景
慧择	2006	约 50 家	20.1 亿（2019 年）	长期健康险等	慧馨安、守卫者、达尔文	1160 人（截至 2019 年底）	马存军，曾任职于平安财险 10 年
小雨伞	2015.1	80 余家	创始人曾预计 2018 年保费规模 10 亿，2017 年下半年实现规模化盈利	以健康险、寿险、团险等人身险为核心，向家庭相关场景保险延伸的产品体系。	擎天柱、老顽童、超级玛丽	150 人（截至 2018 年 7 月）	徐瀚，在医疗、金融、体育等行业连续创业，曾提名香港十大杰出新青年。深圳高级工商管理研究会发起人。
悟空保	2015	约 12 个	7.7 亿（2017 年，据 36 氪），2018 年实现盈利	车险等。2B 端为企业提供场景险，2C 端为消费者提供保险产品	紫霞保（女性专属保险）、盖世英雄（男性专属保险）、至尊保（百万医疗）、丽人保（医美定制产品）	100 人左右	陈志华，京东金融前副总裁，北美精算师、中国精算师行业协会创始会员，曾任职于友邦保险、太平人寿、华夏人寿、瑞士再保险。

资料来源：各公司官网，华创证券

二、慧择概况：全球保险电商第一股， 逐渐走向盈利

（一）从财险到人身险，以创新切入互联网保险中介赛道

代销产品门类多且齐全，主要服务年轻群体。慧择是中国领先的互联网保险经纪公司，在保险中介的定位下通过慧择网、协保网销售多种人身保险、财产保险产品，打造保险超市，并为用户提供保险资讯、风险评估、保险方案咨询及定制、在线投保核保、协助理赔等一站式保险服务。公司创立于 2006 年，在初期以财产保险销售为主，随后逐渐将业务重心转向人身险销售，客户群体中很大一部分为年轻一代。根据公司投资者演示材料，2019 年公司代理销售的保险产品为 1352 种，其中人身保险产品 279 种，财产保险产品 1073 种，客户平均年龄 32 岁。截至 2020 年 6 月 30 日，公司累计投保人数约 650 万，累计覆盖被保人数 5440 万。公司现持有全国保险经纪牌照与保险网销资质。

图表 9 慧择拥有保险经纪与保险网销资质



资料来源：慧择官网，华创证券

寻求与保险公司的系统对接，首创 C2B 的保险定制模式。慧择在成立后的两年时间内与多家保险公司达成了合作关系，随后在 2008 年与美亚保险完成系统对接，美亚保险开始正式在慧择平台上销售保险。公司最早销售的险种为骑行意外险、旅游险、短期健康险等，自 2012 年起，开始尝试销售长期险，采用网上预约、电话投保、线下配送的 O2O 模式。近几年来，开始与保险公司合作，采用联合开发的定制险参与保险产品生产。

三个发展阶段各有侧重，未来力求打造中国保险网络消费端的第一入口。回顾慧择的发展历史，大致可以分为三个阶段：1) 2006-2015 年，公司将保险销售带到了线上，逐渐扩大用户规模，增加了一对一产品咨询、智能产品推荐、理赔协助、在线客服支持等增值服务；2) 2016-2020 年，公司开始运用更先进的技术手段提高运营效率、为用户开发更贴合需求的产品，代表性成就为开创了 B2B2C 的销售模式、以及保险产品 C2B 定制生产模式；3) 2020 年后，以公司上市为标志，公司的技术应用（人工智能、大数据等）步伐有所加快，同时将强化自身品牌，在持续扩大用户规模和加快内部运转的同时，加大围绕公司核心平台的生态圈建设，寻求对外投资和潜在的收购机会，扩大产品和市场覆盖范围，目标是要打造中国保险网络消费端的第一入口。

图表 10 慧择历史沿革

发展阶段	时间	事件
慧择 1.0 (2006-2015) :	2006.6	慧择网前身杭州保益联科技有限公司成立，“保益联”网站上线
1. 首创保险经纪模式	2006.10	“保益联”网站更名为“慧择网”，域名 www.huize.com
2. 为用户提供一站式数字	2007.8	慧择与 15 家保险公司达成合作，在所合作的保险公司数量上，成为国内第一；与阳光保险联合

发展阶段	时间	事件
化在线保险体验		开发自行车运动专项保险“骑行安心”“骑行无忧”“骑行无恙”，成为业内第一家向保险公司定制产品、打造自主品牌的保险经纪公司。
	2008.7	与美亚保险签署系统对接协议，实现第三方平台与保险公司系统的首次全方位对接。
	2009.12	上线“一点通”团体意外伤害保险，成为国内首家上线团意险的第三方平台。
	2010.9	公司正式启用保全交互系统，若在线变更、退保达到资料齐全，2个工作日内即可为用户办理完成保全事宜。
	2011.11	综合型第三方 B2B 电子商务平台焦点科技出资 1000 万元设立慧择保险。
	2012.3	慧择购买用户突破 100 万，投保用户数量在国内保险第三方平台中排名首位。
	2012.12	慧择迎来第一份长期寿险投保保单。
	2014.10	获得 1000 万美元 A 轮融资，投资方为赛富亚洲基金
慧择 2.0（2016-2020）：	2015.12	投保用户突破 500 万
1. 运用大数据开发手段	2016	3 月，获得 B 轮融资 2 亿元，万融时代资本、创东方、拉卡拉等领投
		8 月，获得 1 亿元 B+轮融资，投资方达晨创投
2. 与保险公司合作伙伴共同开发产品		
3. 开发智能承保系统	2018.11	定制型重疾险“达尔文 1 号”荣获 2018 中国金融年会“年度保险产品营销”大奖。
慧择 3.0（2020 年起）：	2020.2.12	纳斯达克上市
1. 推广人工智能运用	2020.9	与弘康人寿联手推出首款连生形态年金险“金禧世家”
2. 寻求收购机会，扩大产品和市场覆盖范围	……	

资料来源：慧择官网，华创证券

公司发展与互联网经济的兴起高度相关。慧择的崛起与中国互联网的普及密切相关。公司成立至上市前夕，曾长期处于亏损的状态。2011、2012、2013 年分别亏损 150、826、787 万元。保险产品具有低触达的特征，需要较为强势的销售介入，对于客户的素质水平也有一定要求。由于上述原因，保险产品通过互联网渠道进行销售相比于传统的日化等商品迟到了将近 10 年的时间。2010 年后，80 后逐渐成为社会生产和消费的主力，这部分人群对于互联网的接受程度高，相比于老一辈的教育层次也更高，具有一定的风险保障意识，互联网保险销售的模式经过验证具有可行性。据慧择网保险资讯频道 2017 年 8 月的新闻报道，自 2013 年起，慧择网每年的保费增长率都超过 100%。

（二）表决权高度集中，高管团队成员背景多元

股权较为分散，但表决权高度集中于创始人。因为海外上市，慧择采用的是 VIE 架构，股东通过在境外设立的外商独资企业（WFOE）来协议控制境内的可变利益实体（VIE）。截至 2020 年 3 月 31 日，公司的主要股东及持股比例分别为：赛富基金（18.9%）、焦点科技（17.7%）、马存军（14.5%）、万融资本（9.5%）、创东方（7.8%），此外公司的员工持股平台对公司持股 5.3%。**公司采用同股不同权的治理方式，表决权很大一部分集中于创始人马存军：**其所持有的表决权比例为 71.8%，远高于持股比例（14.5%）。公司自 2019 年 6 月开始施行员工持股计划，该部分股权所对应的表决权集中到了创始人马存军手中。马总早年任职于平安财险，在保险行业资源丰富，深谙保险销售规律，公司在后期运营时也是更偏向于用保险思维来做业务。

深圳慧择投资控股旗下的四家子公司及各自的主营业务分别为：**1）深圳慧择（慧择保险经纪有限公司），为慧择旗下经营保险经纪业务的主要平台；2）成都慧择（慧择（成都）**

网络科技有限公司），驻扎了慧择网主要的技术研发团队；3）合肥慧择（合肥慧择网络科技有限公司），为公司的大后方和后端服务中心；4）智选投资（深圳市智选财富投资管理有限公司），为慧择的产业投资运营平台。旗下子公司共同打造了慧择网、聚米网、齐欣云服和保运通四大业务平台。

图表 11 慧择股权架构（截至 2020 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，华创证券

高管各司其职，组成团队的复合背景拼图。从高管阵容来看，公司各个高管的背景不尽相同。创始人马存军和公司首席运营官蒋力具有典型的保险从业背景；首席财务官兼战略官 Ronald TAM 在资本市场方面的相关从业经验比较丰富；首席技术官欧阳凯曾任职于腾讯，为互联网背景；副总裁兼内容总监宋号盛曾在央视担任编辑。与传统的保险中介公司不同的是，公司需要更多擅长互联网营销的专业性人才，专派高管负责内容产出，说明公司十分重视流量运营。

图表 12 慧择的高管阵营

马存军	<ul style="list-style-type: none"> 公司创始人、董事长、首席执行官 曾在平安财险任职十年，拥有超23年的保险行业从业经验
蒋力	<ul style="list-style-type: none"> 首席运营官 曾任职于史带财险、友邦保险，15年保险行业从业经验
Ronald TAM	<ul style="list-style-type: none"> 联合首席财务官、首席战略官 曾任职于高盛，15年资本市场相关工作经验
肖明汗	<ul style="list-style-type: none"> 首席财务官 曾任职于德勤和普华永道
欧阳凯	<ul style="list-style-type: none"> 首席技术官 博士，曾任职于腾讯，曾担任房多多网络科技有限公司技术总监
宋号盛	<ul style="list-style-type: none"> 副总裁、内容总监 曾任央视记者、主编辑，擅长内容运营与媒介工作

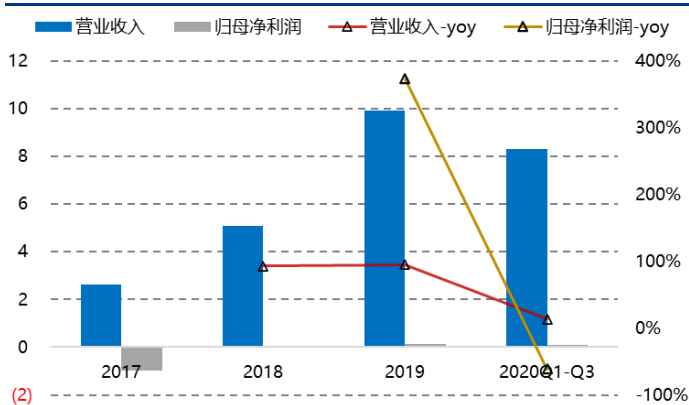
资料来源：公司公告，华创证券

（三）收入高增走向盈利，毛利率较为稳定

近年来收入高增，逐渐开始盈利。公司目前的主要收入来自于在互联网保险平台上代销保险产品所收取的佣金。2018-2019 及 2020 年前三季度，公司分别实现营业收入 5.1、9.9、8.3 亿元，同比+93.2%、+95.2%、+13.2%；分别实现归母净利润 0.03、0.15、0.09 亿元。2018 年公司开始实现盈利，2020 年在新冠疫情影响下，公司承销的首年保费出现下滑，导致营收增速放缓，利润端出现亏损。

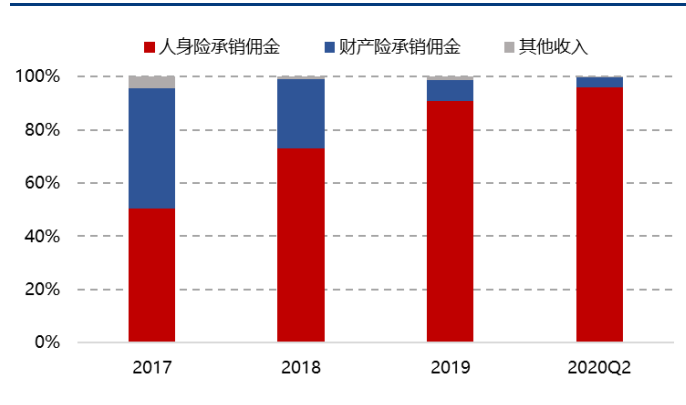
慧择逐渐将业务重心由财产险销售转向人身险。2017-2019 年及 2020 年第二季度，人身险承销佣金在公司营业收入中的占比分别为 50.4%、72.9%、90.9%、95.9%，呈一路上行之势；财产险承销佣金占比分别为 45.1%，26%、8%、3.8%，不断下降。

图表 13 慧择营业收入及归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 慧择营收结构



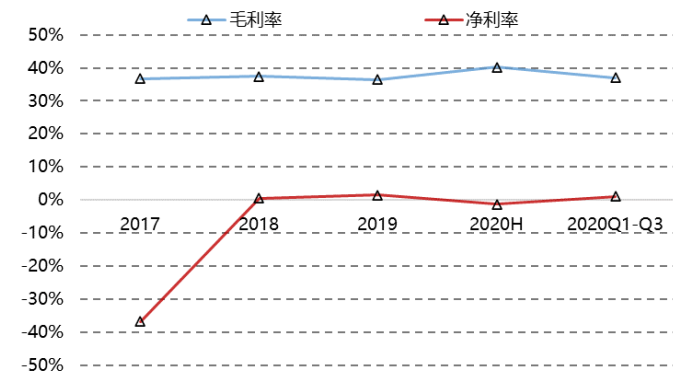
资料来源：公司公告，华创证券

*2020 年 Q1 单季度及 Q3 单季度，慧择未披露人身险和财产险分项承销的佣金，这里仅列示 Q2 单季度的佣金结构

毛利率整体比较稳定，盈利能力尚不十分稳定。2017-2019 及 2020 年前三季度，公司综合毛利率分别为 36.7%、37.4%、36.4%、37%，整体维持在比较稳定的水平；净利率分别为-36.9%、0.6%、1.5%、1%。公司在 2018 年和 2019 年虽实现了盈利，但是净利率较低，说明公司整体运转下来的利润水平仍十分微薄。成本项主要包含两个部分：1）渠道成本（Channel cost），包括公司支付给用户流量渠道的服务费和广告费；2）与公司的保险顾问相关的人员成本。其中，渠道成本占去了成本项目中的绝大部分：2017-2019 年，渠道成本在营业总成本中所占的比重分别为 87%、89.8%、89%。相对应的，保险顾问所花费的成本在营业总成本中占比并不高，说明公司目前主要业务与用户流量渠道高度绑定。

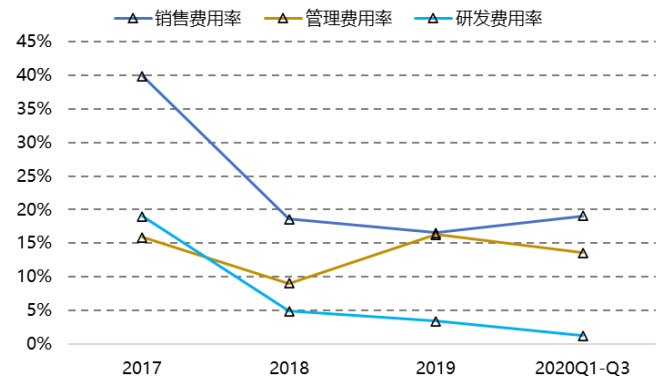
期间费用率：近几年大幅下行。期间费用方面，销售费用率在近几年整体下行，2020 年上半年有所回调；管理费用率趋于稳定；研发费用率自 2018 年后整体低于 5%。2017 年公司研发费用率高达 19%，2018-2019 及 2020 年前三季度则分别为 4.9%、3.4%、1.2%，与专业的互联网保险公司、金融公司存在较大的差距，如众安在线近三年的平均研发费用率约为 7.7%，蚂蚁集团则为 8.1%。三项期间费率相比于 2017 年明显下行，料公司创立以来已经完成了 0 到 1 的跨越。

图表 15 慧择毛利率及净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 慧择期间费用水平



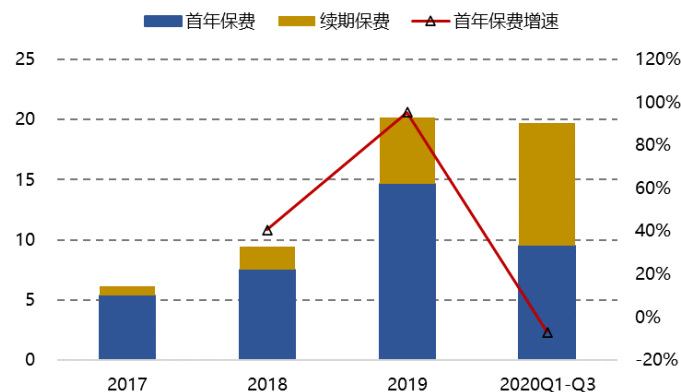
资料来源：公司公告，华创证券

三、慧择模式介绍：以人身险销售为主，打造平台型保险中介

(一) 线上经纪人，以长期人身险赚取高佣金，重视服务质量

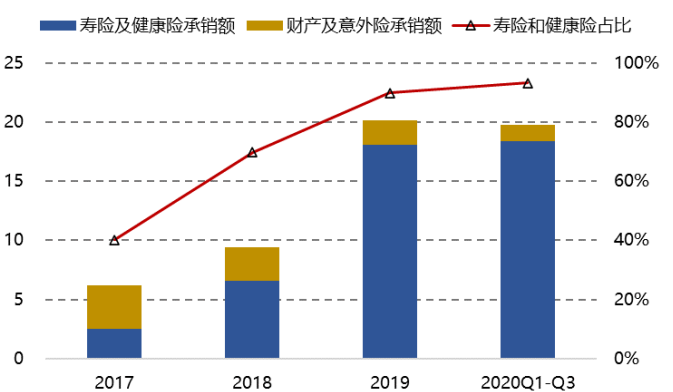
公司近年来探索长期险的销售模式，受疫情影响 2020 年上半年的首年保费下滑。公司的主要业务为在互联网平台上代销保险产品，按照所促成保费的一定比例向保险公司收取手续费。2018-2019 及 2020 前三季度，公司所承销的保费分别为 9.4、20.1、19.7 亿元，分别同比增长 52.3%、114%、43.8%，其中首年保费分别为 7.5、14.7、9.6 亿元，分别同比+40.6%、+95.4%、-7.1%，2020 前三季度，受新冠疫情影响，保险产品的市场需求下降，公司所承销的首年保费出现下滑；寿险及健康险保费承销额分别为 6.6、18.1、18.4 亿元，对总承销保费的占比分别为 69.7%、89.9%、93.2%。公司自 2012 年起便开始探索长期险的线上销售模式，近年来将长期险销售作为业务发展的重点。寿险及健康险期限多为一年以上，佣金率较高，能够给公司带来更丰厚的佣金收入。

图表 17 慧择所承销的保费的期限结构 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，公开业绩发布会，华创证券

图表 18 慧择承销保费分险种结构 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，华创证券

多款定制型产品销量靠前，通过 C2B 模式提升对上游议价能力。产品方面，慧择以用户为中心，在 2007 年开创了国内第三方平台向保险公司定制产品、打造自主品牌的先例。我们统计了慧择网销量大于 1000 的产品，其中多款产品为慧择与保险公司合作打造的产品。2019 年前三季度，定制化产品佣金收入在整体佣金收入中的占比为 40.4%，定制化产品首年保费在人身险首年保费中的占比为 52.8%，其中定制化长期健康险占比 41.3%，定制型产品成为公司佣金收入的重要来源。公司根据用户过往的年龄、收入、购买行为

数据分析、出险理赔分析等，向保险公司提出定制保险产品的需求。但产品仍由保险公司承保，慧择在其中担当咨询顾问的角色。我们认为 C2B 定制模式的优越性在于：

1) 定制型产品的 C2B 模式要求互联网保险经纪公司不得不以客户为中心，为用户打造出更合适的产品。在实际的业务开展过程中，传统保险中介会更倾向于销售佣金率更高的产品，使得中介公司在一定程度上会站在保险公司的立场上去做销售，损失一定的中立性。在慧择的互联网运营和 C2B 模式下，公司相较于传统保险中介可以以更高的效率接触到大量的保险客户，从中获取大量的数据，进而洞察客户需求，向保险公司提出定制化产品需求。C2B 模式下，保险中介的定制化产品与中介公司品牌绑定，因而中介需要保证以客户为中心，才能收获高销量和高口碑。

2) 定制型模式下，对保险产品定价较为关键的用户数据首先是由慧择获取，再反馈给保险公司，因为公司可以依托数据优势向保险公司协商获得更高的佣金分成率。此外，慧择自身还拥有精算团队，可以和保险公司合作制定保险费率，促进产品定价更加合理。

目前慧择向保险公司定制生产的产品有：达尔文系列（重疾险）、慧馨安系列（重疾险）、守护者（重疾险）、芯爱（重疾险）、定海柱系列（定期寿险）、金禧世家（年金）等，其中达尔文 1 号和慧馨安在 2019 年前三个季度占公司所促成的人身险保费的 6.8%（7.9% 2019H1）、3%（3.3% 2019H1）。

图表 19 慧择网热销保险产品（截至 2020 年 10 月 17 日）

产品名称	销量	合作保险公司
妈咪宝贝少儿重大疾病保险	23696	复星联合健康保险
慧馨安少儿定期重大疾病保险-2018 版 Plus	23661	和谐健康保险
康惠保（旗舰版）重大疾病保险	23583	百年人寿
少儿平安综合保障计划	17084	平安养老
哆啦 A 梦重大疾病保险	15114	弘康人寿
百年康惠保重大疾病保险	11401	百年人寿
超级芯爱重大疾病保险惠享版	9594	海保人寿
达尔文 3 号重大疾病保险-不含身故	8929	信泰人寿
健康保 2.0 重大疾病保险	7958	昆仑健康
瑞和定期寿险（升级版）	7804	瑞泰人寿
“定心丸”乐享一生百万医疗险	6589	复星联合健康保险
爱相随定期寿险	5971	三峡人寿
多倍宝宝少儿重大疾病保险	5620	瑞泰人寿
慧馨安 2.0 少儿重大疾病保险	5157	瑞泰人寿
慧馨安 3 号少儿重大疾病保险	3801	瑞泰人寿
定海柱 1 号定期寿险（含被保险人豁免）	3034	国富人寿
瑞泰瑞和 2020 定期寿险	2866	瑞泰人寿
达尔文超越者重大疾病保险含身故	2688	光大永明人寿
定海柱 1 号定期寿险（不含被保险人豁免）	2611	国富人寿
大麦定期寿险 2020	2488	华贵保险
超越保 2020 医疗保险计划一（标准版）	2431	复星联合健康保险

产品名称	销量	合作保险公司
爱无忧意外伤害保险	2138	复星联合健康保险
瑞泰瑞盈重大疾病保险	2072	瑞泰人寿
“定心丸”乐享一生百万医疗险（家庭计划）	1973	复星联合健康保险
守卫者3号重大疾病保险成人版	1794	昆仑健康
定海柱2号定期寿险	1738	鼎诚人寿
嘉和保重大疾病保险	1738	国富人寿
守卫者3号重大疾病保险少儿版	1395	昆仑健康
康惠保（2.0版）重大疾病保险不含身故	1377	百年人寿
星宝贝少儿年金保险	1206	复星保德信
大白智能定寿	1119	弘康人寿
安康保综合意外伤害保险	1078	弘康人寿
优惠宝重大疾病保险-含身故计划	1038	横琴人寿
大麦甜蜜家 2020 定期寿险保期 30 年	1032	华贵保险

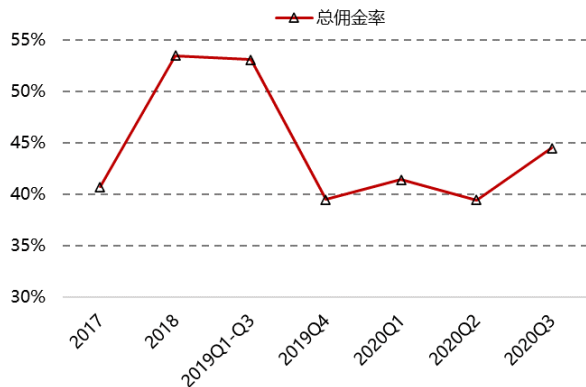
资料来源：慧择网，华创证券

佣金率水平方面，人身险的佣金率水平整体更高。根据公司案例研究和公开披露信息，公司所承销的寿险及健康险首年的佣金率约 75%，之后佣金率随着缴费年限的增长而逐渐衰减，期交第二年的佣金率水平为 15%，第三年为 10%，至第四年和第五年衰减为 5%，整体佣金率水平大概可以达到首年保费的 110%。财产保险多为期限一年以内的短期险，佣金率离散程度较高，分散在 10%-98% 的区间内。寿险及健康险产品可以在后期给公司带来更为稳定的现金流，佣金率和业务价值更高。佣金率=佣金收入/承销保费规模，根据财报披露数据，我们测算出 2017-2019 年公司寿险及健康险平均佣金率分别为 53.6%、56.6%、49.9%；财产及意外险平均佣金率分别为 32.1%、46.5%、39.1%。

利用年金险二次开发健康险客户，总佣金率有所下滑。慧择自 2019 年第四季度开始成功推动了年金险的市场销售，主要原因为公司发掘出了存量健康险客户的二次开发价值。2019 年第四季度慧择年金险保费规模为 1.8 亿元，占寿险及健康险的 29.2%。年金险形态、条款相较重疾险一般更为简单，适合电网销。根据中国保险行业协会发布的《2019 年度寿险电话营销行业发展形势分析报告》，2019 年电销渠道年金险累计实现规模保费 59.8 亿元，占寿险电销业务总规模保费的 34.1%。2020 年 9 月 1 日，慧择与弘康人寿联合定制推出金禧世家年金保险，为首款互联网连生形态年金产品。慧择销量比较好的保险有瑞利年金险、自在人生年金险、天天向上等。

年金险佣金率相较于长期健康险一般更低，导致公司自 2019 年第四季度开始佣金率有所下滑。根据我们测算，2017-2018 年及 2019 年前三季度，慧择销售保险产品的总佣金率为 40.7%、53.5%、53.1%。2018 年公司销售的寿险及健康险占比提升 29.6 个百分点，佣金率大幅提升。2019Q4-2020Q3 的四个单季度，慧择总佣金率分别为 39.5%、41.4%、39.4%、42%。相比于 2018 年及 2019 年前三季度大幅下降，料主要与公司推动年金险销售有关。

图表 20 慧择销售佣金率：总佣金率自 2019Q4 开始有所下滑



资料来源：公司公告，华创证券

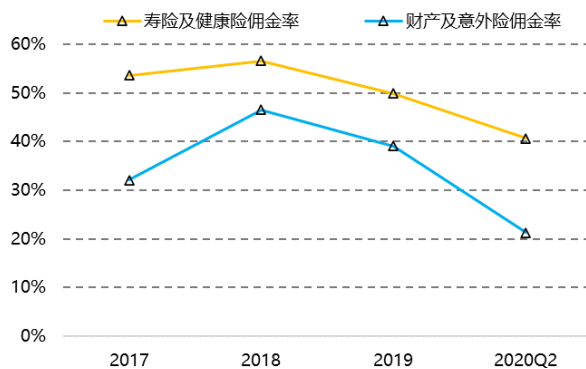
图表 21 慧择佣金率水平：人身险佣金率随投保年限的延长而衰减，且整体高于财产险

Case Study - Our commission rate on 1st year premium: long-term life and health insurance vs P&C insurance

	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Total
Life & Health Insurance Products	~75%	~15%	~10%	~5%	~5%	~110%
Property & Casualty Insurance Products	10-98%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	~40%

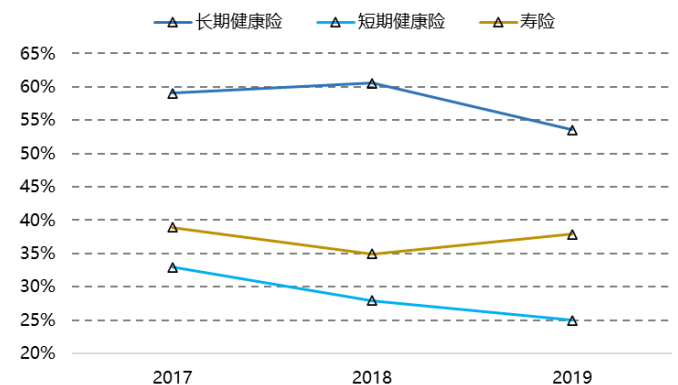
资料来源：公司公告，华创证券

图表 22 慧择销售佣金率：人身险产品高于财产险



资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 慧择人身险佣金率：长期健康险高于短期健康险和寿险



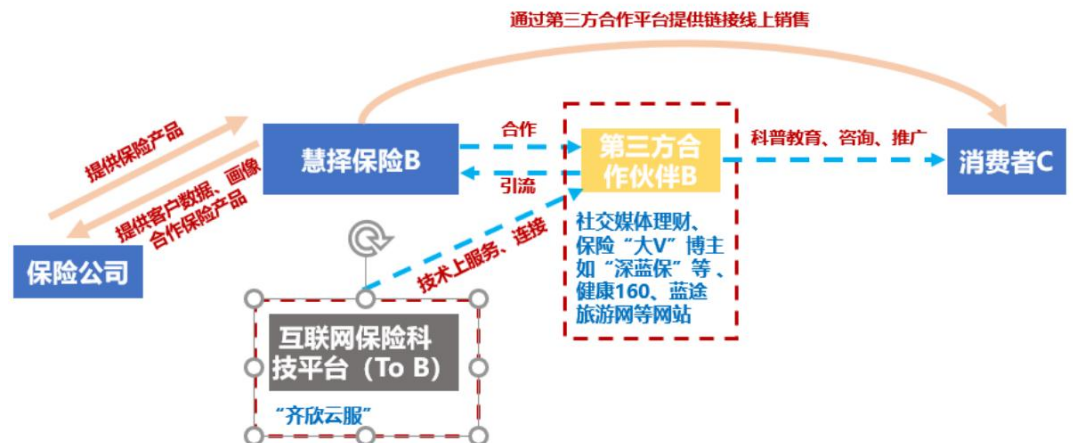
资料来源：公司公告，华创证券

*公司未披露 2020Q1、Q3 单季度人身险及财产险分项佣金收入，这里仅列出 2020Q2 单季度的佣金率

(二) 保险产品分发商，与渠道方利益高度绑定

B2B2C 模式下借助大 V、博主流量进行广泛引流。为了方便客户投保，公司首先与保险公司的系统实现对接。在销售环节，公司采用间接营销和直接营销两种方式。间接营销下，公司借助于大 V、博主等 KOL 的私域流量，引导用户购买保险产品，并按照客户下单实际金额的一定比例对渠道方的成功转化而付费。为了顺利实现公司平台和第三方流量平台的流畅对接，子公司齐欣云服会专门引导并做好对第三方流量平台的科技赋能工作。公司广泛地和知名的大 V 进行合作，根据招股说明书披露，截至 2019 年 9 月 30 日的前 9 个月，慧择合作的社交媒体意见领袖为 16500 个，相比较而言，2017 年和 2018 年，合作社交媒体意见领袖的数量分别为 14563 个和 17048 个。

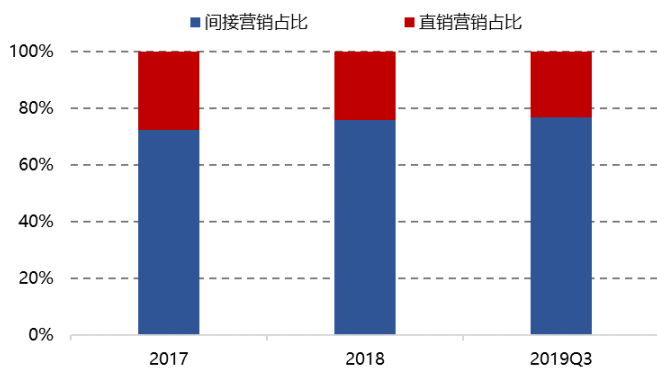
图表 24 慧择保险销售的主要模式



资料来源：公司公告，华创证券

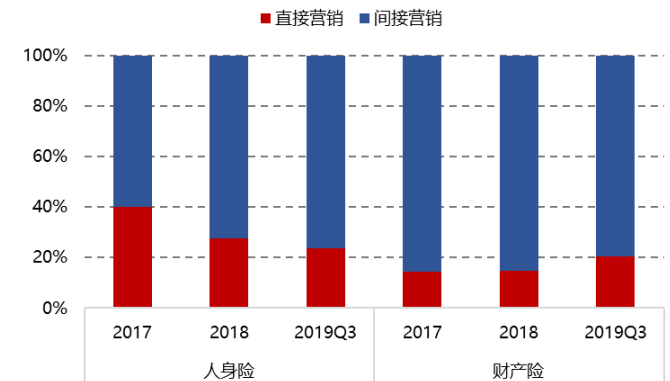
间接营销佣金占比远高于直接营销，且近年来有上升的趋势。慧择按照客户保费的一定规模抽成，每月从保险公司处收取一次，而确认收入的时点为客户签署保单并确定投保时。如果每月累计平均销售额超过预定水平，公司也会在月底时从保险公司处分得一部分的绩效奖金。2017、2018 及 2019 年前三季度，公司间接营销所赚取的佣金收入分别为 1.8 亿元、3.8 亿元、5.6 亿元，对整体佣金收入的占比为 72.2%、75.9%、76.6%；直销营销所赚取的佣金收入分别为 0.7 亿元、1.2 亿元、1.7 亿元，对整体佣金收入的占比为 27.8%、24.1%、23.4%。间接营销的佣金收入占比在近几年上升。分险种来看，2017、2018 及 2019 前三季度，人身险间接营销佣金占比分别为 60.1%、72.5%、76.2%，财产险间接营销佣金占比分别为 85.7%、85.4%、79.7%。人身险间接营销占比近年来有所提升，而财产险的间接营销占比明显更高。

图表 25 慧择整体佣金结构：直接营销与间接营销



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 26 慧择分产品佣金结构：直接与间接营销

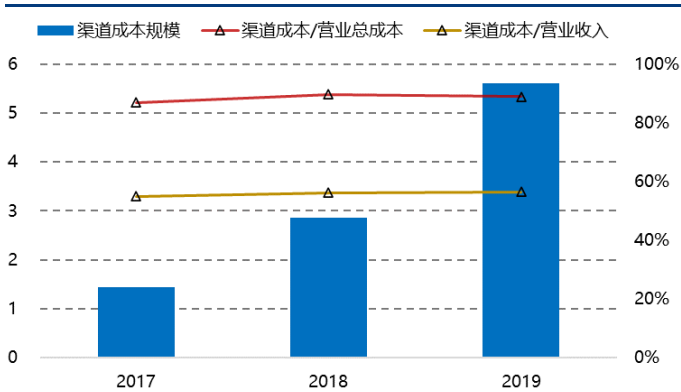


资料来源：公司公告，华创证券

渠道成本较高，充分利用大 V 私域流量。公司的渠道成本包含支付给第三方合作平台的返佣以及公司为了拓展业务而支付的广告费，这两项费用投入的目的均为利用第三方渠道为慧择的保险产品销售引流，因此我们可以将渠道成本对间接营销收入的占比（渠道成本率）简化为慧择第三方平台展业所需要承担的成本项目。公司在 2017 年的渠道成本率高达 79.8%，随后在 2018 年有所下降。2018 年及 2019 年前三季度，慧择的渠道费用率分别为 74.8%、75.9%。由此可以看出，公司为了获得大 V、博主的私域流量，支付了

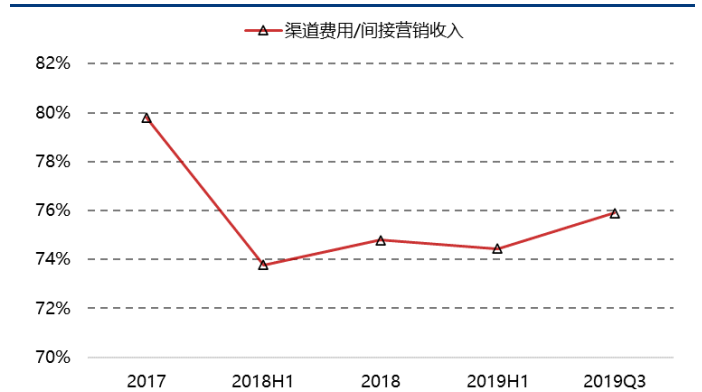
较高的渠道费用。在慧择的间接营销模式下，公司与第三方平台的佣金分成比例大致为 1（慧择）:3（第三方平台）。

图表 27 慧择渠道成本规模（单位：亿元）及占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 28 慧择渠道成本/间接营销收入：间接营销下慧择的净佣金率（剔除渠道成本）约为 25%



资料来源：公司公告，华创证券

渠道成本对公司净利率指标有较大影响，目前公司盈利整体比较微薄。我们尝试通过情景假设和敏感性分析测算渠道成本对于公司净利率的影响。因为疫情原因公司 2020 年一季度营业收入（operating revenue）出现下降，降幅为 1.1%。二季度及三季度国内疫情受到控制，政府推动复工复产，公司营收增速恢复到正增长区间，二季度同比增长 17.6% 三季度同比增长 22.9%。假设公司四季度营业收入增速与三季度保持一致，则 2020 全年公司的营收增速为 4.3%，在业务结构和其他成本费用占营收比重不变的情况下，假设渠道成本率（渠道成本/间接营销收入）在四个情景下分别为 80%、75%、70%、65%，所得税率为 2%，经计算得出净利率分别为 -1.5%、2.3%、6%、9.7%。当渠道成本率达到 80% 时，慧择会出现亏损；在目前约 75% 的水平下，慧择可实现微薄的利润。公司后期若能提升对第三方平台的议价能力，盈利能力将可以得到显著提升。

图表 29 敏感性分析：慧择渠道成本对净利率的影响

单位：亿元	情景一	情景二	情景三	情景四
营业收入	11.49	11.49	11.49	11.49
其中：间接营销收入	8.72	8.72	8.72	8.72
直接营销收入	2.67	2.67	2.67	2.67
渠道成本率	80%	75%	70%	65%
渠道成本	6.98	6.54	6.10	5.67
营业总成本	7.72	7.28	6.85	6.41
销售费用	1.61	1.61	1.61	1.61
管理费用	1.99	1.99	1.99	1.99
研发费用	0.34	0.34	0.34	0.34
营业利润	(0.17)	0.26	0.70	1.14
所得税率	2%	2%	2%	2%
净利润	(0.17)	0.26	0.69	1.11
净利率	-1.5%	2.3%	6.0%	9.7%

资料来源：公司公告，华创证券测算

四、站在互联网保险发展的快车道，慧择有什么优势可以脱颖而出？

保险经纪公司以客户为中心，助推产销分离。保险产品从精算、生产、运营，再到销售

环节，均存在较为明显的痛点。传统保险公司的代理人仅能代理销售所属保险公司的产品，客户的产品选择相对更少一些。而经纪公司站在客户的立场上，还能通过其积累的用户数据，结合自身的精算实力，向保险公司提出保险产品需求，联合打造定制型产品，这无疑是保险产业链的进步。

慧择产品门类齐全，重视服务速度和服务质量。慧择的目标是打造中国网络保险消费端的第一入口。互联网的标准化生产特性决定了更为简单的产品或服务会更早实现数据化、智能化。相较于更早被搬上互联网的产品，保险产品具有低触达、需要强势的销售介入等特征，这表明运营保险产品的互联网厂商要达到流量变现会更加困难，核心运营思维需回归到用户，光有流量是不够的。相较于其他的互联网保险平台，慧择的产品门类罗列更加清晰、丰富，这是公司长期运营、积累的成果。为了提高公司的服务质量，公司努力争取与保险公司的系统连接流畅，为客户提供一条龙的咨询服务、智能承保服务、理赔申请和理赔服务等，确保服务顺畅。为了解决保险理赔时间长、环节复杂的难题，慧择的小马理赔全程协助客户解决理赔难题，做到高效快速，并承诺 60 天未赔付则有公司先行垫付赔付款。

图表 30 慧择网界面：产品分列清晰、齐全



资料来源：慧择网，华创证券

重视理赔协助和客户服务工作。在理赔环节上，由于保险中介并不承担承保风险，会更加客观，可协助客户理赔。慧择抓住保险中介客观、独立的特征，帮助客户在慧择平台上传理赔材料，主动服务客户，发挥中介的作用，形成标准化流程，发挥好对接保险公司和客户之间的“路由器”作用：1）慧择支持三分钟内完成理赔申报，承诺 2000 元以内的案件，如责任无误材料齐全，3 个工作日内即可做到快速赔付。2）慧择十分重视客户的出险理赔工作，与信达律师事务所达成常年合作，在官网上设有专区，展示公司的法律顾问团队，专人跟进理赔流程。

慧择高度重视对客户的服务质量。慧择 2012 年在合肥建立后援中心，覆盖面积达 7000 平米，同时，公司拥有 300 人的客户团队，从多个渠道为客户提供保险咨询服务，好评率较高。由于保险产品的复杂性，慧择坚持使用人工服务相应客户，并承诺 7*24 小时服务在线。针对保险行业用户的痛点——推销骚扰、误导忽悠、服务怠慢、条款难懂、选择困难、理赔吃亏等，慧择承诺三不三帮：不打扰、不误导、不敷衍、帮理解、帮挑选、

帮理赔，从用户角度出发做好服务。

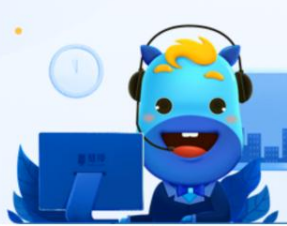
蚂蚁保险客户发生保险事故，需自行联系保险公司。蚂蚁保险在保险产品的理赔说明处明确表示在发生理赔报案时，由客户直接拨打相应保险公司的电话申请理赔，咨询时也是跳转到相应的保险公司界面。相比之下蚂蚁更类似于是引流方，而慧择的服务相对会更全面。

图表 31 慧择的理赔协助服务



资料来源：慧择网，华创证券

图表 32 小马理赔服务十大举措

全程协助 便捷省心 微信就能随时在线申请理赔；理赔专家1对1全程协助申请理赔；多张保单出险只需申请一次 01	理赔预审 高效服务 电子版理赔申请资料提前传送至保险公司，保司收到纸质资料并确认无误后可立即结案，加快理赔处理效率 02	规定时间 保证时效 一般保险理赔案件，如责任无误且资料齐全，在规定时间内快速赔付，具体时效性可查阅“三不三帮”服务承诺 03	2000元内3天闪赔 标记支持“小马闪赔”的产品，索赔金额在2000元以内的理赔案件，责任无误且资料齐全，3个工作日内垫付理赔款 04
60天未赔 先行垫付 一般理赔案件，责任无误且资料全，60天未获赔付，慧择先行垫付赔款 05			理赔纠纷 专家协同 专业的理赔、法务、核保、医学专家团队快速协助，提供法律援助服务，为用户争取最大权益 06
发送明细 透明赔付 支持“小马闪赔”的案件，由慧择发送赔付明细；保险公司直赔的案件，慧择将代用户调取赔付明细 07	核定结果 避免错漏 依据保单条款及赔付标准，准确核定理赔结果，避免因错赔、漏赔致使用户合法权益受损 08	理赔评价 在线监督 理赔过程中可随时通过小马理赔发起问题反馈，理赔结束后可在线打分和点评，监督服务 09	服务回访 监督品质 理赔完成后，服务人员将随机回访用户，核实赔付情况，并调查和改进服务质量 10

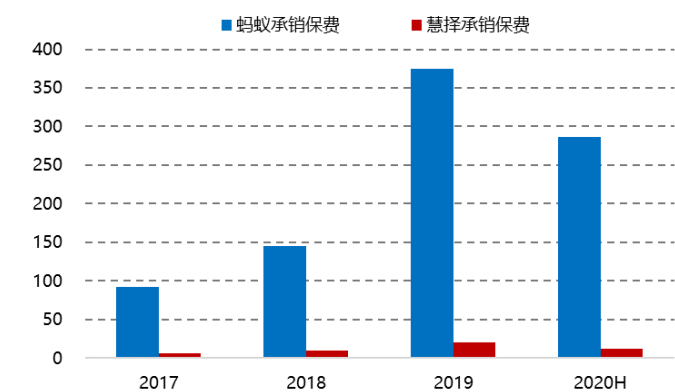
资料来源：慧择网，华创证券

慧择用户流量、承销体量远低于蚂蚁保险，但费率更高。2017、2018、2019 及 2020 上

半年蚂蚁保险所促成的保费金额分别为 92、145、375、286 亿元，远远高于慧择（同期分别为 6、9、20、12 亿元），但慧择的整体佣金率高于 40%，而相比之下蚂蚁保险低于 30%。慧择成立以来约积累了 5000 万+的用户数据，在用户数目上远远不及蚂蚁与微信（2020 年 6 月，支付宝月活跃用户数目超过 7 亿，微信及 WeChat 合并月活跃用户数超过 10 亿）。

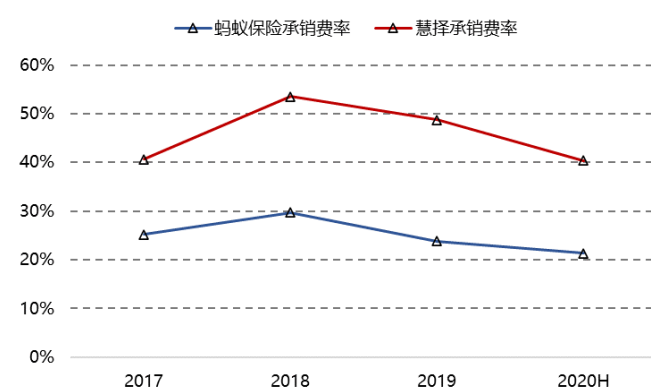
用户运营思路不同，导致慧择和蚂蚁的经营模式存在较大差异。蚂蚁的支付宝作为我国数一数二的流量平台，其在保险运营的思维上侧重的是在短期内将流量变现，更类似于是一个撮合交易的平台。而慧择更多地是经营长期险，长期险客户的购买决策时间长，因而很难用普适的互联网运营思维来经营客户，**光有流量是不够的，如何提高转化率和留存率或许是一个更重要的命题。**2020 年第三季度慧择长期寿险和健康险 12 个月和 25 个月的续保率保持在 94%，高于 2020 上半年各大险企续保率。（各 A 股上市保险公司 2020 上半年 13 个月保单继续率分别为：88.1%（平安）、91%（新华）、86.9%（太保），国寿 14 个月继续率为 89.6%；25 个月继续率分别为 85.1%（平安）、84.6%（新华）、86.7%（太保）、国寿 26 个月继续率为 83.3%。）

图表 33 承销保费（亿元）对比：蚂蚁远高于慧择



资料来源：慧择网，华创证券

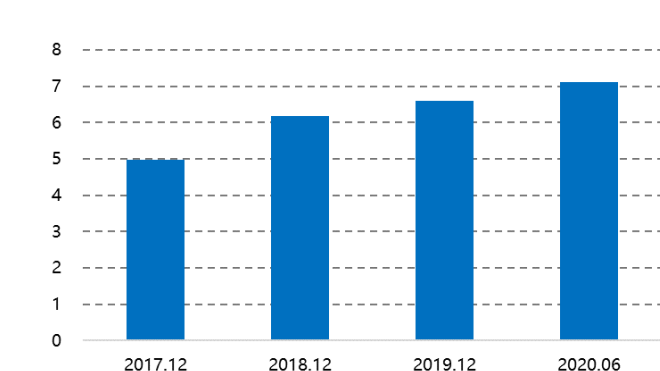
图表 34 慧择佣金率水平高于蚂蚁保险



资料来源：各公司公告，华创证券

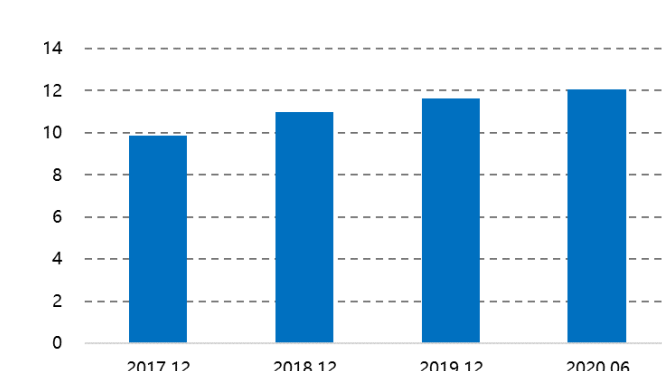
*蚂蚁保险承销费率未剔除相互宝的分摊金额，实际费率或更低

图表 35 支付宝 APP 月度活跃用户数（亿人）



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，华创证券

图表 36 微信及 WeChat 的合并月活跃用户数（亿人）



资料来源：腾讯控股公司公告，华创证券

间接营销模式的本质是保险公司将产品销售委托给慧择，由慧择再委托给其他保险中介机构。这些第三方互联网中介机构广泛科普、教育用户，已经积累起大量用户，其中部分平台通过内容推文积聚了较大的影响力。但是大部分平台为互联网保险中介市场的后起之秀，在与保险公司的对接上尚不十分牢固，因而缺乏流量变现的渠道。由于慧择连接了大量保险公司，产品门类更为齐全，是优质合作方，因而有大量中介流量平台选择入驻慧择。目前，慧择通过齐欣云服帮助流量方搭建 IT 技术架构，并做好系统对接，保证产品销售顺畅，为流量方解决后顾之忧，这是慧择能做好保险产品分发的重要原因之一。

慧择需在夯实人身险经营的基础上，提高用户黏性和产业链上的议价能力。慧择现在盈利尚不稳定，站在互联网保险中介发展的快车道，公司未来还有较大的成长空间。一方面，腾讯微保、蚂蚁保险可以借助微信和支付宝的流量，在客户触达上较慧择会更有优势。另一方面，慧择的第三方流量平台与慧择的直接营销业务实质上可能构成竞争。2020 年 12 月 14 日银保监会已发布新的《互联网保险业务监管办法》（下称“《办法》”），我们认为可能对慧择业务可能造成较大影响的方面包括：1）《办法》强调持牌经营、非保险机构不得从事保险产品咨询、比价业务，或可提升保险中介行业整体合规性，互联网保险中介的集中度或将提升，长期来看对于慧择是利好；2）《办法》规定互联网企业亦可申请保险代理牌照，但需满足一定的场景流量要求，这可能会对慧择的业务造成分流。面对未来，公司保险产品销售的转委托模式或可继续维系，但是需要利用更加精准的大数据分析能力提高广告宣传的效率、挑选流量分发更有效的渠道，以提高客户转化效率。同时，公司需要培养更加庞大的属于自身的客户群，同时致力于提升客户黏性，争取比其他中介流量方跑得更快。加大自有平台建设投入、强化自身品牌或为可选择的发展之道。

五、风险提示

监管收紧、科技建设不及预期、行业竞争加剧。

非银组团队介绍

组长、分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员，2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队成员，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队成员。

分析师：张径炜

西南财经大学保险会计硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队成员，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队成员。

金融行业研究主管：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015 年金牛奖非银金融第五名，2017 年金牛奖非银金融第四名，2019 年金牛奖非银金融最佳分析师，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名。

助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队成员，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队成员。

助理研究员：杨一凡

澳大利亚昆士兰大学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：熊巧巧

西南财经大学金融学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522