

见微知著，水滴石穿

——保险行业系列报告二：相互保险与网络互助

行业深度

非银金融：增持（维持）

分析师

王一峰(执业证书编号:S093051905002)

010-58452066

wangyf@ebcn.com

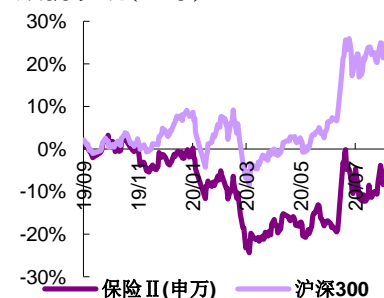
联系人

郑君怡

010-56513153

zhengjiy@ebcn.com

股价表现(一年)



资料来源：wind

相关研报

资本逐鹿，风口已至——保险行业系列报告一：保险科技……2020-08-23

厚积薄发，拐点将至——保险行业 2020 下半年投资策略……2020-06-15

◆**相互保险是共有、共治与共享的保险组织，在我国发展仍处于初期。**相互保险是对同一种危险有着保障需求的人一起组成的组织，组织成员“共同收益，共摊风险”；由于道德风险的存在、搭便车行为和相互保险公司抗风险能力弱的原因，相互保险制地域性较强，只适合小范围的投保人群体（例如农村合作社、校友会），投保人之间十分熟悉，有共同生活或工作场景可以有效地减小道德风险发生的可能性。

◆**相互保险的投保人可以获得传统保险公司的三差利润。**相互保险采用保费事前分摊制，即预先确定保费。但由于投保人同时又是相互保险公司的所有人，若公司产生盈余则会以红利的方式全部返还给投保人（传统保险公司的分红险只会将部分红利返还给投保人）。

◆**信美相互：通过核心渠道赋能提升会员数。**作为我国现有的三家相互保险社之一，信美相互在强大的发起会员背景下，实践“以会员为中心”相互制治理模式。同时着重打造平台驱动、技术驱动、产品驱动、模式驱动和运营驱动五项核心业务驱动力，核心渠道赋能，会员数与获客数大幅提升。

◆**网络互助别于相互保险，给付不具有强制性。**网络互助平台是一种新型健康风险分散机制，利用互联网的信息撮合功能，来实现传统的民间互助共济即会员之间通过协议承诺承担彼此的风险损失的创新型互助模式。与保险公司相比，网络互助平台具有门槛低、自传播性强、给付不具强制性等特点。

◆**网络互助平台门槛低、保障少，对商业重疾替代有限：**与传统保险公司相比，网络互助平台通常会费低、分摊成本低，从而吸引了大量低收入人群。以相互宝和水滴互助为例，其用户成员主要来自三线及以下城市低收入人群，近七成相互宝成员年收入低于 10 万元。由于二者的互助计划对重疾的最高互助金为 30 万元（40 岁以上为 10 万元），而发病率最高的肺癌治疗费用平均为 50 万元，因此互助计划的保障覆盖较低，对商业重疾替代有限。

◆**网络互助如何解决“劣币驱逐良币”。**以相互宝和水滴互助为例，二者都遇到了人均年度分摊额迅速上升引发分摊用户流失的困境，其根源在于无法有效地解决“劣币驱逐良币”的问题。为了应对危机，相互宝采用剔除出险频率较高的轻症和推出入门版互助金（控制年度分摊金额上限）来挽留分摊用户数。

◆**短期网络互助仍依靠引流至互联网保险平台或网络商城获利。**从商业模式上看，截至目前网络互助平台的管理费对自身盈利贡献微乎其微，能否盈利的关键在于如何促使互助平台带来的大量短期流量转化为互联网保险资源。

◆**长期来看，在监管的允许下技术突破或将显著增强网络互助平台的盈利空间。**技术突破及区块链的应用，保障了数据的安全性及平台分摊运作的便捷性及高效准确性。届时网络互助平台的互助计划项目数、最高互助金额度有望提升、可以承保出险频率更高的险种；同时因信息不对称现象减少，年度分摊金额得以稳定，参与分摊用户数显著增加，则管理费收入有望迅速增长。

◆**建议关注：**蚂蚁集团等大型互联网金融科技平台，及水滴互助等新型平台。

◆**风险提示：**宏观经济影响，监管政策变动，技术进展不及预期。

投资聚焦

研究背景

2020年8月20日,水滴公司宣布完成超过2.3亿美元的D轮融资,由瑞再集团和腾讯联合领投,IDG资本、点亮全球基金、高榕资本等老股东跟投,是2020年以来全球保险科技领域的最高融资记录;2020年8月25日,蚂蚁集团向上交所科创板递交了上市招股说明书(申报稿),并同步向香港联交所递交招股申请文件。招股书显示,2019年公司保险收入61.04亿元,占蚂蚁集团总收入的8.4%。截至2020年6月蚂蚁集团促成的保费及互助平台总分摊金额高达518亿元。上述融资事件引发了市场对于相互保险和网络互助的关注。

相互保险发展历史悠久,在全球保险市场中占据重要地位。我国相互保险发展仍处在初期阶段,目前仅有阳光农业一家相互保险公司,众惠相互/信美相互/汇友相互三家相互保险社。

网络互助是由网络互助平台组织的,利用互联网的信息撮合功能实现会员之间承担彼此风险损失的创新型互助模式。网络互助平台的设立不需要保险经营牌照,准入门槛低,且商业模式也与相互保险组织有区别,但是通过网络互助居民同样可以获得医疗健康支出方面的医疗保障。我国现存的主流网络互助平台主要有相互宝、水滴互助、轻松互助、美团互助等,目前已形成了两大巨头,多方竞争的格局。

我们区别于市场的创新之处

我们从相互保险与网络互助平台这两大视角,全面、系统地研究并总结其自身特点与行业发展现状。

(1) 我们从国外与国内双视角研究相互保险的发展,并指出我国相互保险业务存在的不足之处。同时通过信美相互的营运模式举例进一步分析相互保险在我国市场上的应用。

(2) 我们分析网络互助平台目前的行业格局及其相较传统保险的优势,并通过对相互宝的分析提出网络互助平台面临的难点及发展展望。

投资观点

短期网络互助仍依靠引流至互联网保险平台或网络商城获利。从商业模式上看,截至目前网络互助平台的管理费对自身盈利贡献微乎其微,能否盈利的关键在于如何促使互助平台带来的大量短期流量转化为互联网保险资源。

长期来看,在监管的允许下技术突破或将显著增强网络互助平台的盈利空间。若未来区块链技术成功应用于网络互助,届时网络互助平台的互助计划项目数、最高互助金额度提升、可以承保出险频率更高的险种;同时因信息不对称现象减少,年度分摊金额得以稳定,参与分摊用户数显著增加,则管理费收入有望迅速增长。

建议关注:蚂蚁集团等大型互联网金融科技平台,及水滴互助等新型平台。

目 录

1、 相互保险——共有、共治与共享的保险组织	6
1.1、 相互保险与传统保险公司存在差异	6
1.2、 对比海外，中国大陆相互保险市占率低、空间大	7
1.3、 政策推动我国相互保险组织近两年快速发展	8
1.4、 信美相互：渠道优势带来会员人数激增	10
1.4.1、 以会员为中心的治理机制，会员直接分享公司盈余	10
1.4.2、 平台、技术、产品、模式及运营等五项驱动助力相互保险	12
1.4.3、 保费收入高于行业平均，投资收益助力公司扭亏为盈	14
2、 网络互助不是保险，短期无法替代商保	15
2.1、 网络互助是一种新型健康风险分散机制	15
2.2、 监管空白导致我国网络互助平台井喷式发展	16
2.3、 网络互助行业竞争格局：两大巨头领跑，竞争加剧	17
2.4、 网络互助无法取代商业保险只能作为补充	20
2.5、 网络互助如何解决“劣币驱逐良币”？	23
2.5.1、 水滴互助：人均年度分摊金额上升导致分摊用户流失	24
2.5.2、 相互宝：修改赔款规则，新增入门版互助金	24
3、 相互保险与网络互助平台未来可期	27
3.1、 普惠人群基数大，相互保险存在成长空间	27
3.2、 网络互助布局多元场景，引流互联网保险	27
3.3、 技术突破或引发网络互助平台几何式增长	28
4、 投资建议	30
5、 风险提示	30

图表目录

图 1：传统保险公司寿险及健康险死差、费差和利差占比	7
图 2：全球相互保险保费收入及增速	8
图 3：全球相互保险市场份额	8
图 4：相互保险在全球各区域的保险市场份额（截止 2017 年末）	8
图 5：全球十大保险市场的相互保险份额（截至 2017 年末）	8
图 6：全球十大相互保险市场所占保险市场的份额（截至 2017 年末）	8
图 7：我国相互保险组织发展历程	9
图 8：2019 年我国相互保险市场份额	10
图 9：信美相互组织架构（截至 2020 年 8 月）	11
图 10：信美相互盈余单位贡献总数（点）	12
图 11：信美相互净利润	12
图 12：信美相互盈余分配方式	12
图 14：信美相互服务会员人次	14
图 15：信美相互陪审团机制理赔情况	14
图 16：信美相互与行业保费收入平均增速对比	15
图 17：2019 年信美相互保费收入情况（亿元）	15
图 18：信美相互与行业平均投资收益率对比	15
图 19：2019 年信美相互投资组合情况	15
图 20：网络互助行业格局	17
图 21：2019 年网络互助各平台按会员数量的市场份额	20
图 22：截至 20 年 4 月前四大互助平台分摊用户数情况	20
图 23：水滴互助流程图	21
图 24：相互宝受访成员参加社保情况	23
图 25：相互宝受访者参加其他医疗保障（社保除外）	23
图 26：2006-2010 我国居民重疾经验发生率	23
图 27：分摊会员人数下滑	24
图 28：受助会员人群数上升	24
图 29：年度人均分摊金额有所上升	24
图 30：相互宝发展历程	25
图 31：相互宝大病互助计划分摊人数与互助人数（截至 2020 年 6 月第 1 期）	25
图 32：相互宝老年防癌计划分摊人数与互助人数（截至 2020 年 5 月第 2 期）	25
图 33：相互宝大病互助计划人均分摊金额（截至 2020 年 6 月第 1 期）	26
图 34：相互宝老年防癌计划人均分摊金额（截至 2020 年 5 月第 2 期）	26
图 35：水滴互助场景闭环	28
图 36：2020 年 3 月统计结果显示相互宝用户年龄构成	28
图 37：网络互助平台管理费收入与运营成本分析示意图	29

表 1：相互保险组织与股份制保险公司比较	6
表 2：三家相互保险社筹备设立情况	9
表 3：我国相互保险经营情况	10
表 4：信美相互主要发起会员及出资情况	11
表 5：信美相互与支付宝、微博合作产品	13
表 6：信美相互科技保险模式	13
表 7：网络互助计划 VS 商业重疾险	16
表 8：网络互助计划 VS 相互保险	16
表 9：原保监会整改网络互助平台措施	17
表 10：我国现存网络互助平台基本情况	18
表 11：我国现存部分网络互助平台融资情况	19
表 12：我国现存部分网络互助平台发展情况（截至 2020 年 7 月）	19
表 13：我国网络互助平台加入门槛低	20
表 14：我国现存部分网络互助平台公示情况	21
表 15：网络互助平台费用情况	21
表 16：水滴互助和相互宝互助计划基本情况	22
表 17：相互宝基本情况	24
表 18：相互宝升级优化历程	26
表 19：网络互助管理费收入影响测算	29

1、相互保险——共有、共治与共享的保险组织

1.1、相互保险与传统保险公司存在差异

相互保险是对同种风险有着保障需求的人共同形成的组织，组织成员“共同收益，共摊风险”。它的特点就是投保人在自主自愿、平等互利与民主管理的基础上，建立保险组织，通过相互帮助，在农业、建筑企业以及养老等领域来为自己的保险风险提供保障。

相互保险公司是一种非盈利性的保险公司组织形式。1) 它是被保险**人自己的合作组织**。互助保险公司不规定参加人员的身份，不受行业限制，只要参加保险，持有保险单就成为互助保险公司的会员。公司没有股东，没有股本。2) **公司的目的不在于盈利**，而在于为投保人提供较低价格的保险产品，避免非法索赔。投保人具有双重身份，既是公司所有人，又是公司的顾客。投保人有权选择董事会，由董事会任命公司的高级管理人员。3) **当公司经营业务获得利润时，投保人可分得红利**，其余盈余积累起来，用以加强公司的财力。公司亏损时，保单持有人或用摊缴保费的方式予以弥补，或用以前的盈余金予以弥补。

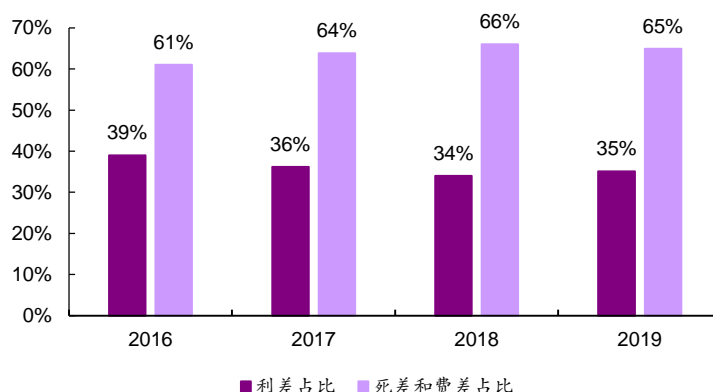
表 1：相互保险组织与股份制保险公司比较

比较项目	相互保险组织	股份制保险公司
企业主体	由社员组成，社员、投保者、被保险人为同一人	由股东组成，股东不限于保险加入者
权力机关	社员大会，理事并不以社员为限	股东大会，董事限于股东
经营资金	资金来源于社员	源于股东，采取确定保险费率
保费的形式	不定额保险费率，有剩余时分别摊还给社员，不足时再临时向社征收	保险费有剩余时计入盈利；不足时由股东设法填补，投保人无须承保追补保险费的义务
保险契约性质	非营利性性质，免除营业所得税	商业行为，对营业课以税款
利益处理	剩余须先支付借入资金及其利息后，社员方可享受其余额	股东有全权处理权

资料来源：光大证券研究所根据银保监会相关办法整理

相互保险的投保人可以获得传统保险公司的三差利润。相互保险采用保费事前分摊制，即预先确定保费。但由于投保人同时又是相互保险公司的所有人，若公司产生盈余则会以红利的方式全部返还给投保人（传统保险公司的分红只会将部分红利返还给投保人）。

图 1：传统保险公司寿险及健康险死差、费差和利差占比



资料来源：中国平安年报，光大证券研究所

相互保险制仅适用于小范围的投保人群体，地域性较强。由于道德风险的存在、搭便车行为和相互保险公司抗风险能力弱的原因，相互保险制只适合小范围的投保人群体（例如农村合作社、校友会），投保人之间十分熟悉，有共同生活或工作场景可以有效地减小道德风险发生的可能性。

1.2、对比海外，中国大陆相互保险市占率低、空间大

相互保险发展历史悠久，在全球保险市场中占据重要地位。相互保险起源于古代的互助团体。早在公元前 4500 年古埃及就已成立了一种互助组织，支付石匠死亡后的丧葬费用。中世纪后，“基尔特”组织成为相互保险前身。1843 年，美国第一家人寿相互保险公司成立。

19 世纪 70~90 年代，有 10 家相互制人寿保险公司在澳大利亚成立。1902 年，日本第一家相互保险公司——第一生命保险相互公司成立。

20 世纪 60 年代，相互制公司曾经在日本占市场份额的 76%，在美国占比也超过 60%。

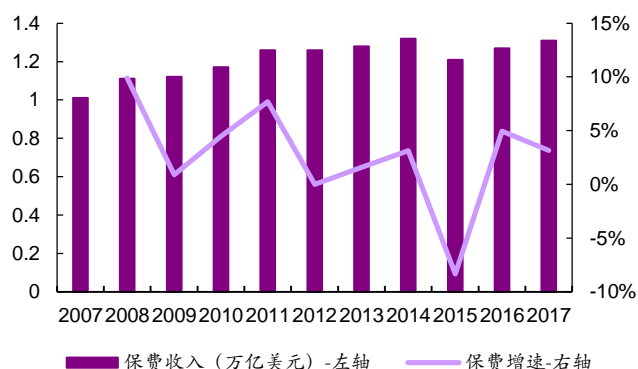
20 世纪 90 年代后期至今，全球化背景下相互保险公司无法快速补充资金，被迫纷纷转回为股份制，一度全球市场份额下降到 23%。

截至 2017 年底，相互保险占中国大陆保险市场的份额仅有 0.2%，对标发达保险市场发展空间巨大。据国际相互合作保险组织联盟（ICMIF）统计，2007 至 2017 年十年间，全球相互保险保费收入平稳增长，年复合增速为 2.6%，相互保险的市场份额维持在 26%-28%，其中寿险业务维持在 19%-25%，非寿险业务维持在 30%-33%。

截至 2017 年底，相互保险占全球保险市场的份额为 26.7%，其中寿险业务的全球市场份额为 22.5%，非寿险业务的全球市场份额为 31.6%；共覆盖 9.2 亿人。从全球区域内来看，相互保险在北美洲所占保险市场份额最高，达 38.3%，其次是欧洲市场的 32.7%，亚洲和大洋洲合计共占 13.2%。从国家/地区来看，全球十大相互保险市场所占保险市场份额均在 40% 以上，其中澳大利亚居于榜首达 59.9%。

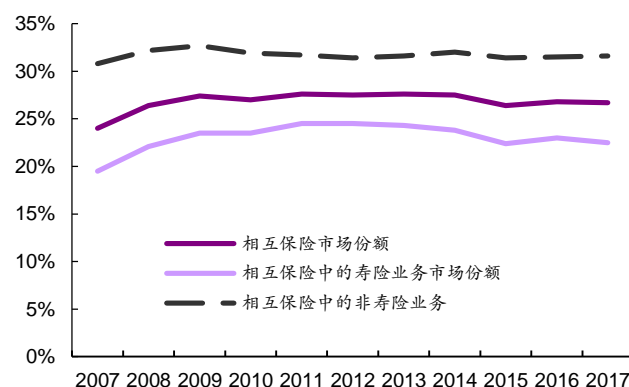
而在全球十大保险市场中，相互保险的国内市场份额的表现各不相同，其中排在第一位的美国、第三位的日本、第五位的法国、第六位的德国的相互保险保费收入占全部保险保费收入的比重均在 40% 及以上水平，而中国大陆作为全球第二大保险市场，相互保险的国内市场份额仅有 0.2%。可见对标海外发达的相互保险市场，中国大陆的相互保险市场还有很大的拓展空间。

图 2：全球相互保险保费收入及增速



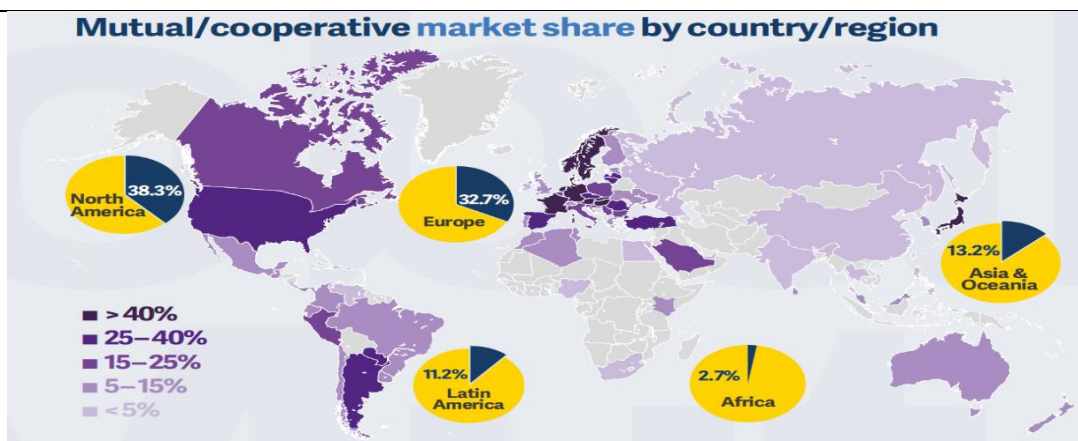
资料来源：ICMIF，光大证券研究所整理

图 3：全球相互保险市场份额



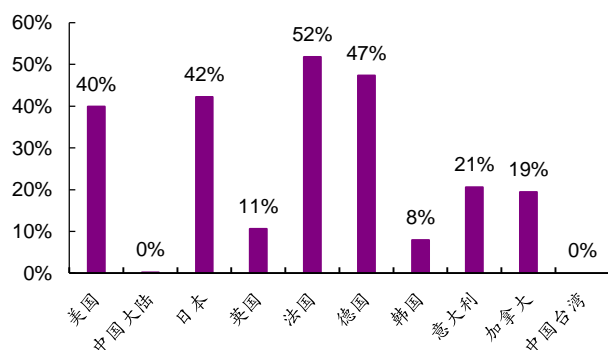
资料来源：ICMIF，光大证券研究所整理

图 4：相互保险在全球各区域的保险市场份额（截止 2017 年末）



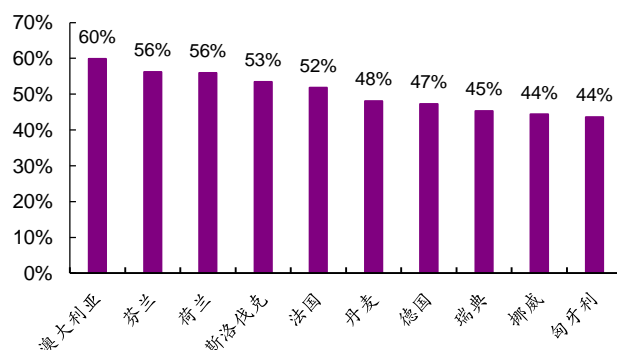
资料来源：ICMIF，光大证券研究所整理

图 5：全球十大保险市场的相互保险份额（截至 2017 年末）



资料来源：ICMIF，光大证券研究所整理

图 6：全球十大相互保险市场所占保险市场的份额（截至 2017 年末）



资料来源：ICMIF，光大证券研究所整理

1.3、政策推动我国相互保险组织近两年快速发展

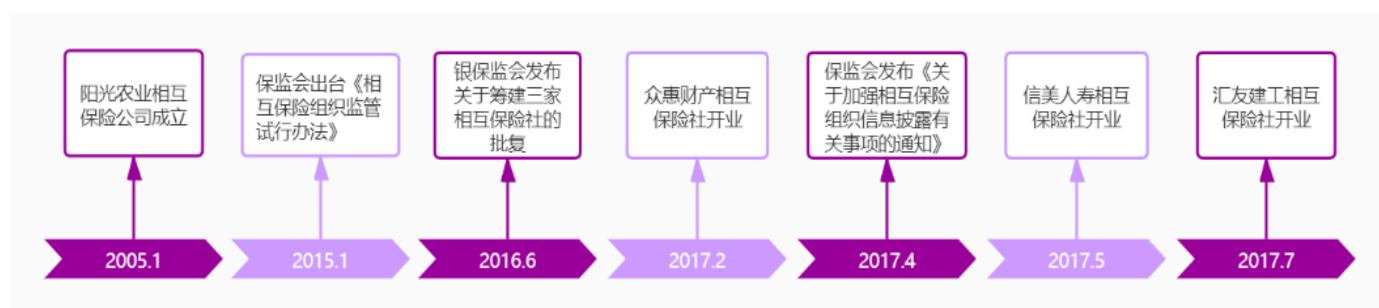
我国相互保险发展仍处在初期阶段，目前仅有阳光农业一家相互保险公

司，众惠相互/信美相互/汇友相互三家相互保险社。上世纪 80 年代末期是我国相互保险实践的开端。1984 年 1 月 1 日中国船东互保协会成立，主要从事保赔险、船舶险、战争险、租船人责任险和抗辩险等保险业务。

2005 年 1 月，中国首家相互保险公司——阳光农业相互保险公司成立，主要经营种植业和养殖业保险、财产损失保险、责任保险、机动车辆保险和其它涉农保险。经过多年发展，2019 年公司的保费收入已经达到 34.3 亿元，资产规模为 44.8 亿元，迄今为止仍是我国相互保险领域唯一的一家相互保险公司。

2016 年 6 月 22 日，保监会作出关于筹建众惠财产相互保险社、信美人寿相互保险社和汇友建工财产相互保险社的批复。2017 年，众惠、信美、汇友三家相互保险社相继开业，分别进入信用保证保险/健康险/工程质量保险领域。

图 7：我国相互保险组织发展历程



资料来源：各公司官网、银保监会官网、光大证券研究所整理

表 2：三家相互保险社筹备设立情况

保险组织	营运资金	主要发起会员	一般发起会员
众惠相互	2 亿	永泰能源、大连先锋投资、昆吾九鼎投资、金银岛（北京）、邢台市振德房地产、前海新金融投资等 6 家企业和李静、宋伟青等 2 名自然人	天云融创数据科技（北京）有限公司等 536 家企业和自然人作为一般发起会员
信美相互	10 亿	蚂蚁金服、天弘基金、国金鼎兴、成都佳辰、汤臣倍健、腾邦国际、新国都、北京远望、创联教育等 9 家企业	杨帆等 1460 余名自然人
汇友相互	1 亿	长安责任保险股份有限公司	河北建设集团有限公司等 592 家企业和自然人

资料来源：银保监会官网，光大证券研究所整理

随着会员人数增加，三家相互保险社保费收入及盈利逐渐好转。2019 年，阳光农业相互保险公司及三家相互保险社共实现保费收入 62.74 亿元，仅占我国保险市场份额的 0.15%。其中信美相互的保费收入增幅最大，同比增长 273.10%。在净利润方面，三家相互保险社正逐步扭亏为盈，2019 年三家相互保险社总亏损 7651 万元，其中信美相互净利润增幅最大，较上年净利润增加 7500 万元。会员人数方面，2019 年，三家相互保险社会员总数

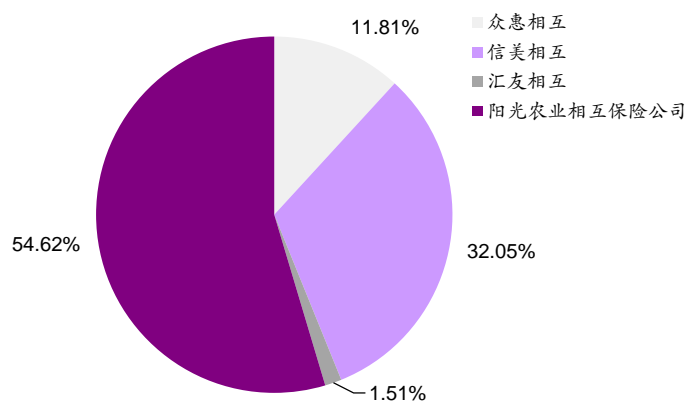
量首次突破百万，达到 105 万人。从市场份额占比来看，阳光农业相互保险公司凭借多年农险优势，在相互保险组织中处于领先地位。由于几家相互保险组织分别深耕不同领域，并不存在竞争关系，共同向普惠经营目标发展。

表 3：我国相互保险经营情况

保险组织	年份	保费收入（亿元）	净利润（万元）	核心偿付能力充足率	会员人数（人）
众惠相互	2017	0.67	-6,059	1538%	36,817
	2018	3.84	-9,438	904%	87,583
	2019	7.41	-3,403	480%	997,108
信美相互	2017	4.74	-2	1504%	4,034
	2018	5.39	-1	445%	35,642
	2019	20.1	-3,600	182%	46,908
汇友相互	2017	0.05	-3,106	7597%	1,000
	2018	0.35	-2,196	2153%	2,000
	2019	0.95	-648	954%	4,682
阳光农业相互保险公司	2017	33.61	31,180	355%	487,000
	2018	34.71	22,235	423%	441,239
	2019	34.27	1,823	268%	-

资料来源：各公司或组织官网，光大证券研究所整理

图 8：2019 年我国相互保险市场份额



资料来源：各公司或组织官网，光大证券研究所整理

1.4、信美相互：渠道优势带来会员人数激增

在目前我国相互保险社中，信美相互是唯一一家相互人寿保险组织，业务范围为普通型保险，包括人寿保险和年金保险，健康保险，意外伤害保险，上述业务的再保险业务，国家法律、法规允许的保险资金运用业务，经中国保监会批准的其他业务。下文将以信美相互为例，分析相互保险在我国的具体发展。

1.4.1、以会员为中心的治理机制，会员直接分享公司盈余

发起会员背景强大，借助校友平台快速发展。信美相互初始运营资金 10 亿元，主要发起会员为蚂蚁金服、天弘基金、国金鼎兴、成都佳辰、汤臣倍健、腾邦国际、新国都、北京远望、创联教育等九家企业，依靠蚂蚁集团、天弘基金等高知名度发起会员的参与，信美相互在平台端获得一定知名度，

中央财经大学校友平台加持同样为信美相互在用户拓展、提升行业份额方面有所助益。

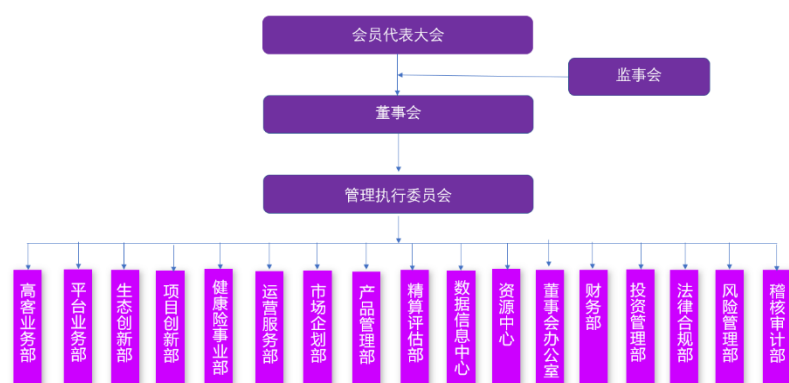
表 4：信美相互主要发起会员及出资情况

主要发起会员名称	出资金额（万元）	出资比例
浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司	34,500	34.5%
天弘基金管理有限公司	24,000	24%
国金鼎兴投资有限公司	10,000	10%
成都佳辰投资管理有公司	9,000	9%
汤臣倍健股份有限公司	5,000	5%
腾邦国际商业服务集团股份有限公司	5,000	5%
深圳市新国都股份有限公司	5,000	5%
北京远望创业投资有限公司	5,000	5%
北京创联中人技术服务有限公司	2,500	2.5%

资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

“以会员为中心”相互制治理模式，会员代表大会拥有决策权，权力高于董事会及监事会。相互保险经营模式以会员为中心，最高权力机构为会员代表大会。会员代表大会决定经营管理重大事项，并由执行层负责执行。会员参与管理降低保险行业信息不对称同时增加会员责任感，相较传统股份制保险公司更有助于公司提升经营质量与服务效率。

图 9：信美相互组织架构（截至 2020 年 8 月）

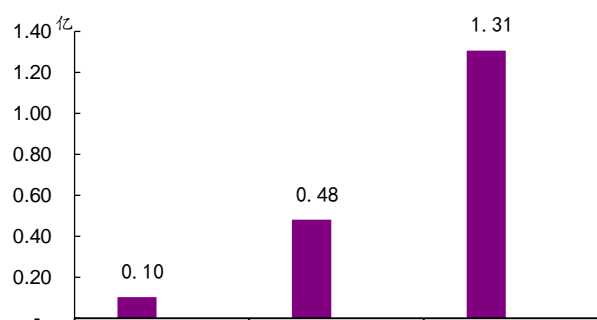


资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

别于传统保险公司，相互保险按会员贡献分配盈余，会员能直接享受公司盈余。信美相互盈余分配的主要标准是会员的盈余贡献单位数，公司累计利润高于初始运营资金本息和后即可开始分配。根据计算公式与风险因子调整表，会员保费缴纳越多、持有期限越长，核算得到的盈余贡献单位数越多。

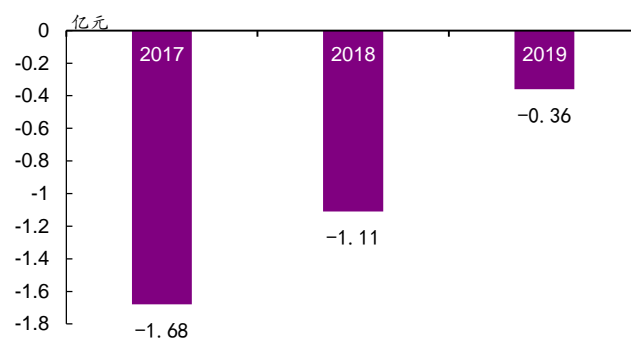
2019 全社盈余单位贡献总数为 1.3 亿点（贡献数的计算根据公司规定），同比增长 171.38%，截止目前，信美相互 2017、2018、2019 三年的净利润分别为-1.68 亿元、-1.11 亿元、-3600 万元，无法达到分配盈余的要求。但 2020 年一季度期间，凭借着科技赋能线上化优势，公司经营扭亏为增，一旦未来信美相互累积利润达到盈余发放要求，势必会吸引新的投保人成为公司会员，预计未来会员基数进一步抬升。

图 10：信美相互盈余单位贡献总数（点）



资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

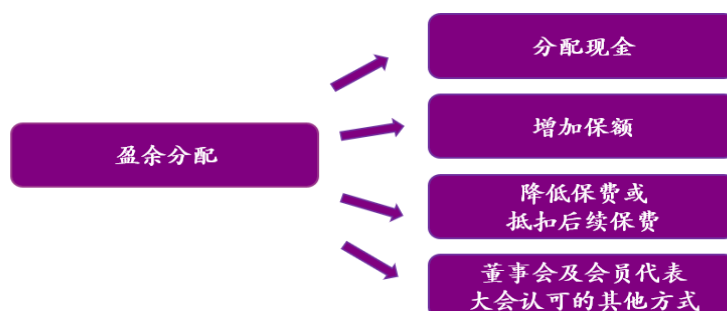
图 11：信美相互净利润



资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

盈余分配方式较为灵活。可直接向会员分配现金，或通过增加会员的保额或抵扣后续保费或者其他通过会员代表大会认可的方式进行。

图 12：信美相互盈余分配方式



资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

1.4.2、平台、技术、产品、模式及运营等五项驱动助力相互保险

平台驱动：合作互联网平台，零门槛吸引流量转化。互联网平台具有庞大的用户流量。信美相互通过与支付宝、微博等大型互联网平台开展定制化、场景化合作，将自身产品上架互联网平台，通过不需要额外付费的支付宝积分与微博积分，“零”门槛吸引大量潜在互联网用户，获客数大幅提升。

表 5：信美相互与支付宝、微博合作产品

产品名称	上线平台	兑换	保障范围	年龄	保险额度	标的产品
宝贝守护计划	支付宝	399 支付宝积分	白血病、严重哮喘、严重心肌炎、重症手足口病等 12 种少儿高发疾病及三甲医院重疾绿通服务	30 天-17 周岁	10 万元	健康颂少儿保（A 款）团体疾病保险
微博宝贝计划	新浪微博	活动期间 1 微博积分；活动结束后 999 微博积分	白血病、原发性颅内脑实质恶性肿瘤等 15 种少儿疾病及三甲医院重疾绿通服务	30 天-17 周岁	5 万元	健康颂少儿保（B 款）团体疾病保险

资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

技术驱动：科技助力架构升级。信美相互背靠蚂蚁金服投资，具有天然的科技土壤，打造以互联网&大数据为基础，以金融云为载体，以区块链和人工智能为辅翼的全新科技保险。以区块链与 AI 为例，信美对于会员爱心救助账户运用区块链技术记账，降低数据安全风险。AI 技术赋能云客服，2019 年云客服服务 40.3 万人次，人工替代率 70% 以上，提效同时缩减人工成本。

表 6：信美相互科技保险模式

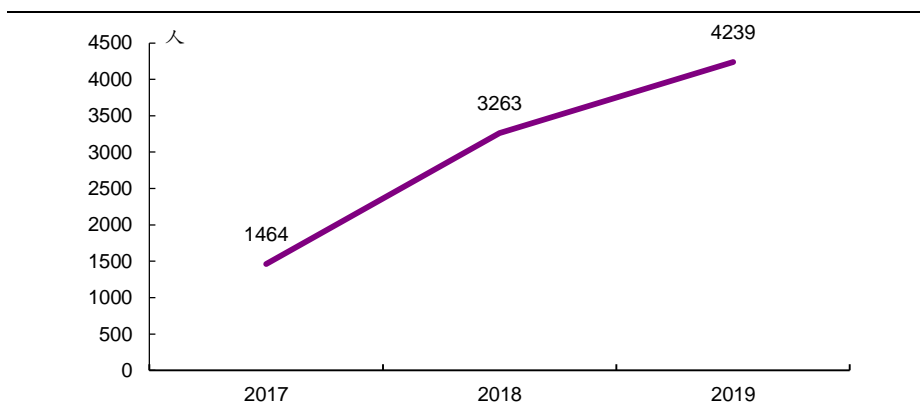
技术手段	实现功能
互联网&大数据	聚众：精准定位，筛选通知风险 突破时空限制，聚拢海量人群
区块链	增信：提高数据信息透明度 高效管理风险，建立信任感
人工智能	体验：定制化服务及保障 提升运营服务效率，增强用户体验
金融云	普惠：提升效率，降低运营成本 将实惠留给客户

资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

产品驱动：聚焦特定人群。同质化人群具有相似社会背景及风险，关注特定人群可降低相互保险公司信息不对称带来的风险。**1) 盯住校友平台。**信美互助创立之初推出“中财信美爱心相互保障计划”，为具有同质性风险的校友人群提供定制化保险服务。**2) 已病人群保障。**2019 年信美相互与北京健易保科技有限公司合作，发布首个针对肺癌患者的保障产品，满足肺癌患者的医疗与用药需求，为肺癌患者治疗及后续状况提供医疗保障。**3) 抗癌药品保障。**2020 年 3 月，信美相互推出“信美抗癌特药险”，标的求药人群，解决癌症患者特效药难题，配套送药上门等服务，打造全流程的健康服务保障。**4) 保险金信托。**2019 年 6 月，信美相互与中航信托合作，完成首个保险金信托。保险金信托标的特殊目的客户，为其实现财富传承与资金管理。

模式驱动：移动终端服务客户，会员口碑传播。相互保险核心理念为会员共有。信美对会员提供包括私人医生服务、三甲医院体检预约、7×24 小时视频医生服务等多种健康服务，逐步优化会员群体运营、满足会员健康需求，以提高自身口碑、实现会员传播会员运营模式，保证加入会员质量。2019 年信美相互共计服务会员 4239 人次，同比提升 30%。

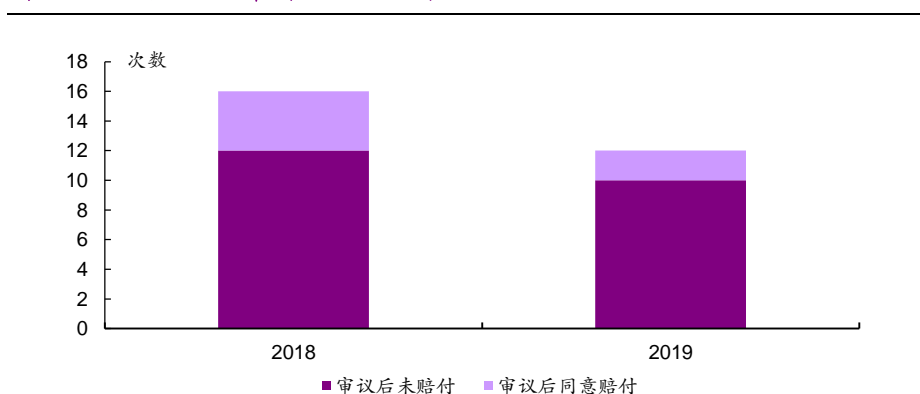
图 14：信美相互服务会员人次



资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

运营驱动：初创陪审团制度，降低道德风险。2018年12月，信美人寿推出陪审团制度，并在与支付宝共同推出的“宝贝守护计划”中试行。主要针对保险理赔中纠纷频发，责任认定不清，条款设计不清晰等问题。2019年宝贝守护计划陪审团共审议12件争议案件，其中2件经陪审员审议后同意赔付，占比16.67%。陪审团制度旨在增加与用户有效互动，减少理赔固有透明争议，逐步加深公司信任度，以良性方式解决争议。

图 15：信美相互陪审团机制理赔情况

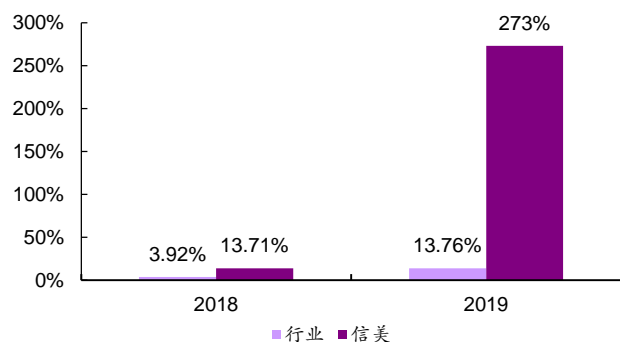


资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

1.4.3、保费收入高于行业平均，投资收益助力公司扭亏为盈

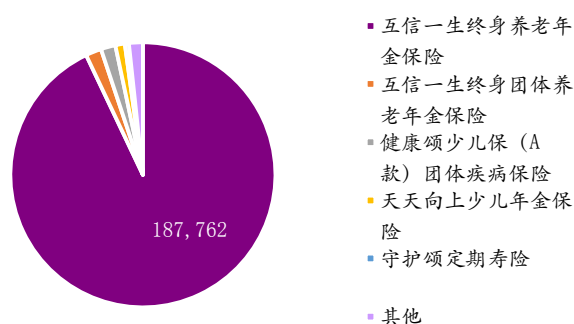
2018与2019年，信美相互保费收入高速增长，同比增长率分别为13.71%与273%，均高于寿险行业保费收入平均增速。2019年保费收入高速增长主要来源于年金业务超预期增长，用户认可度不断上升，其中占比最高的是互信一生终身养老年金保险，高达93.41%，其次是互信一生终身团体养老年金保险，占比2%。

图 16：信美相互与行业保费收入平均增速对比



资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

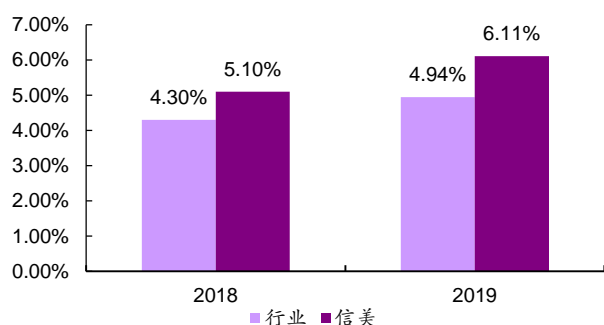
图 17：2019 年信美相互保费收入情况（亿元）



资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

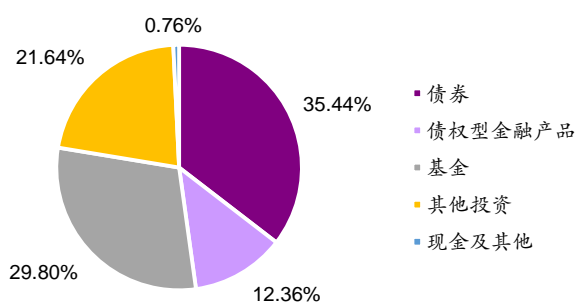
投资收益方面,2018 年、2019 年信美相互总投资收益率分别为 5.10%、6.11%，同样高于行业平均投资收益率水平。固定到期日投资 13 亿元，占比 47.8%；权益类投资 8 亿元，占比 29.8%；其他投资 6 亿元，占比 21.6%；现金及其他 2,101 万元，占比 0.8%。在满足监管要求下，公司维持稳健型投资策略，流动性资产保持充足比例，自营投资能力不断增强，跑赢行业的平均投资收益率，为公司扭亏为盈的进程持续作出贡献。

图 18：信美相互与行业平均投资收益率对比



资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

图 19：2019 年信美相互投资组合情况



资料来源：信美相互官网，光大证券研究所整理

2、网络互助不是保险，短期无法替代商保

2.1、网络互助是一种新型健康风险分散机制

网络互助不是保险，是由网络互助平台组织的，利用互联网的信息撮合功能实现会员之间承担彼此风险损失的创新型互助模式。网络互助平台的设立不需要保险经营牌照，准入门槛低，且商业模式也与相互保险组织有区别，但是通过网络互助居民同样可以获得医疗健康支出方面的医疗保障。主要互助领域为大病医疗互助，每个加入的成员为每期患病的成员分摊小额的互助金，在未来自己因患病时获得由其他成员分摊形成的一笔比较大额的医疗金。

网络互助不受银保监会监管，给付没有强制性。网络互助不同于商业保险，在经营模式、运营角色、费用构成、争议解决等方面两者存在差异。

网络互助与相互保险字面上均有“互助”，但双方在发起方、资金管理和风险防范等三方面存在较大差异。

表 7：网络互助计划 VS 商业重疾险

	商业重疾险	网络互助计划
经营模式	重疾险是保险人根据大数法则，事前确定费率，向投保人收取保险费，并承担给付保险金义务的保险服务，主要通过经营保险风险、利率风险来获利，即通常所说的死差益、利差益、费差益。	网络互助计划由于承诺在互助事件发生后以约定金额为限在成员间发起互助，风险直接在成员间转移，运营者并不承担保险风险，属于“先有成本后有分摊”，因此无需事前确定费率。在这种事后分担机制下，运营方不能获得死差益与利差益。
运营角色及费用构成	保险产品往往需要大量的销售渠道和人力投入，其获客成本占首年保费的比例很高。	网络互助由于加入时无需缴费或仅需缴纳很少的费用，门槛较低，主要依赖互联网自发传播，其渠道成本大幅降低，也无需投入大量销售人员。
争议解决	商业保险是中心化的，是否进行赔付由保险公司审核决定。	网络互助是成员间的风险分摊，是否进行互助根据全体成员同意的互助规则确定。以“相互宝”为例，每一个拟进行互助的案例都需要在支付宝平台上公示，有争议案例可以申请赔审团来决定是否赔付。

资料来源：蚂蚁集团研究院《网络互助白皮书》，光大证券研究所

表 8：网络互助计划 VS 相互保险

	相互保险	网络互助计划
发起方	相互保险指《相互保险组织监管暂行办法》（下称《暂行办法》）项下定义的“相互保险”，由中国保监会批准设立，并在工商行政管理部门依法登记注册的相互保险组织从事的保险活动。对于发起方，《暂行办法》要求成立相互保险公司需要有主要发起人和一般发起人，成立互助保险公司一般发起会员不得低于 500 个，初始运营资金不得低于 1 亿元人民币。	网络互助平台背后的运营公司大多是科技公司，相关部门目前对于成立网络互助平台没有严格的资金和人数限制，成员无需缴费或只需缴较少费用。
资金管理	《暂行办法》第二十九条规定，相互保险组织的资金实行全托管制度，在保证资金安全的前提下根据监管要求进行资金运用，主要形式包括银行存款和国债等低风险固定收益类产品。	对于有资金池的网络互助平台的资金管理，目前法律并无明确规定。
风险控制	相互保险依赖成熟的经营经验和专业的精算团队，有严格的线下模式为主的核保核赔程序，风险把控较为全面。	多数互助平台也有线下调查机制，但数字化程度相对更高，例如相互宝等头部平台运用数字技术对互助全程进行风控。

资料来源：蚂蚁集团研究院《网络互助白皮书》，光大证券研究所

2.2、监管空白导致我国网络互助平台井喷式发展

机遇期：我国网络互助最早以 2011 年“互保公社”成立为标志，2014 年 10 月获得第一笔天使轮融资后扩大团队并正式改名为“康爱公社”，我国第一家互联网互助平台诞生。2016 年，网络互助迎来了机遇期，平台数量和各平台会员人数均有大量增长，据统计截止 2016 年底，网络互助平台超过 120 家，注册会员人数更是超过 1000 万；平台运营内容也日益丰富，除了传统的大病互助计划，也增添了汽车互助、特种疾病互助等，被称为“网络互助元年”。

整改期：2016 年后，初创后的网络互助平台鱼龙混杂，出现违规宣传和经营现象，以互助计划名义通过多种形式向社会公众承诺赔偿给付责任，或诱导社会公众产生获取高额保障的刚性赔付预期，原保监会随即展开整改。到 2017 年，数十家网络互助平台已经停止互助计划或停止平台运营。除此

之外，一些平台被迫进行规范整改：如水滴互助去除了 1000 万元人民币赔付保证的承诺。行业陷入长期整改停滞期。

表 9：原保监会整改网络互助平台措施

时间	出台政策	具体内容
2015 年 10 月 28 日	《关于“互助计划”等类保险活动的风险提示》	指出互助计划与相互保险类似但不是保险，其与相互保险在主体资质、经营原理、法律监管等方面存在诸多不同。
2016 年 4 月	《互联网保险风险专项整治工作实施方案》	将互联网企业未取得业务资质以互助名义变相开展保险业务列为专项整治的重点工作。
2016 年 5 月	就“夸克联盟”等互助计划有关情况答记者问	指出相关互助计划在财务稳定性和赔偿给付能力方面没有充分保证。
2016 年 6 月	银保监会发布会	强调一些互联网平台相继推出了多种形式的互助计划，一定程度上扰乱了正常保险市场秩序，损害了消费者正常权益，将对打着互助计划的名义而实际非法经营保险业务的予以打击和取缔。
2016 年 11 月	就网络互助平台有关问题答记者问	指出网络互助平台存在两方面的风险和问题，一是严重误导消费者，承诺赔付难以兑现，消费者权益无法保障；二是风控措施不完善，容易诱发金融风险。
2016 年 12 月 26 日	《关于开展以网络互助计划形式非法从事保险业务专项整治工作的通知》	将基于排查结果对平台进行分类，对于不合规的网络互助平台责令 2017 年 2 月中旬前完成整改。

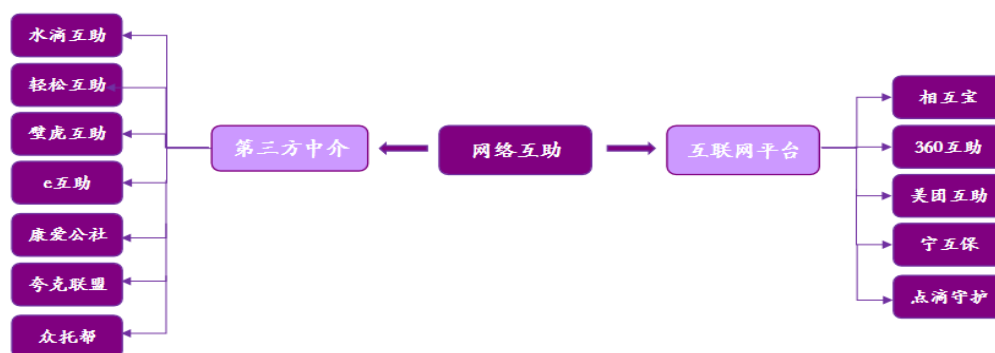
资料来源：银保监会官网，光大证券研究所整理

发展期：2018 年，以支付宝为代表的相互宝开始进入网络互助平台市场，凭借庞大的用户流量和不同于传统商业重疾险的运营模式，迅速抢占市场份额。2019 年，滴滴、苏宁、美团、360、百度等互联网巨头同样相继入局网络互助，行业规模迅速扩张、用户数量激增，平台产品、经营模式不断创新。

2.3、网络互助行业竞争格局：两大巨头领跑，竞争加剧

目前，我国现存的主流网络互助平台主要有相互宝、水滴互助、轻松互助、康爱公社、e 互助、壁虎互助、夸克联盟、众托帮、点滴守护、360 互助、灯火互助、美团互助、宁互保等 10 余家，主要分为两类：一类是以水滴互助为代表一直深耕网络互助行业的第三方中介平台，另一类是以相互宝为代表新加入行业的互联网巨头平台。

图 20：网络互助行业格局



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

产品端：不同网络平台下的网络互助计划在内容上具有明显的同质性。1) 在网络互助计划的细分产品上，绝大部分互助计划均指向受助人人身，尤以大病医疗互助、人身意外互助最为常见。

2) 费用缴纳上，“事前无须预存+事后分摊”模式占据主流，“事前预存+事后分摊”模式也有一定市场。两种模式的差异在于会员加入某项互助计划是否需要预缴一定数量的金钱作为参与事后分摊的保障。

3) 在网络互助计划的条款设计上，绝大部分网络互助计划的条款均包含准入与退出条件、互助范围、互助条件、互助标准、计费标准、互助金申请与退出条件、争议解决、免责条款等内容。

4) 在赔付模式上，相护宝和 e 互助是给付型，水滴互助和轻松互助是报销型。

表 10：我国现存网络互助平台基本情况

互助品牌	成立日期	互联网核心平台	业务及最高可获互助金
相互宝	2018 年 10 月	蚂蚁集团	大病互助-30 天至 59 周岁-30 万；慢性病人防癌-30 天至 59 周岁-30 万；老年防癌-60 至 70 周岁-10 万
水滴互助	2016 年 5 月	腾讯	百万终身抗癌互助-28 天至 50 周岁-150 万元；中青年大病互助-18 至 50 周岁-30 万；少儿健康互助-28 天至 17 周岁-30 万；中老年抗癌计划-51 到 65 周岁-10 万；病友互助-28 天至 59 周岁-10 万；综合意外互助-1-65 周岁-10 万
轻松互助	2014 年 9 月	腾讯	百万互助健康升级-28 天至 60 周岁-133 万；中青年大病互助-18 至 50 周岁-30 万；少儿大病互助-28 天至 17 周岁-30 万；老年大病互助-51-65 周岁-10 万；百万无忧意外互助-28 天至 65 周岁-100 万；病友防癌互助-42 天至 65 周岁-10 万
壁虎互助	2015 年 3 月	新浪	83 种重大疾病-28 天至 59 周岁-40 万；意外身故-18 至 65 周岁-30 万；意外医疗-18 至 65 周岁-5 万；家财互助-35 万元；新冠病毒-不限年龄-次日生效-0 管理费-30 万
e 互助	2014 年 7 月	-	抗癌互助 1 至 60 周岁-60 万；意外互助-3 至 60 周岁-20 万；卡友司机互助（尚未上线）
康爱公社	2011 年 5 月	-	百万医保补充互助-0 至 69 周岁-100 万；康爱大病互助社-0 至 59 周岁-15 万；综合意外互助-0 至 59 周岁-20 万；新冠肺炎临时互助-所有人-12 万；ICU 重症监护互助社-0 至 69 周岁-15 万；男性特征大病-0 至 59 周岁-15 万；抗癌互助-0 至 59 周岁-25 万等
夸克联盟	2015 年 7 月	-	大病互助-出生 28 天至 75 周岁-30 万；意外互助-出生 28 天至 70 周岁-100 万；抗癌医疗互助-出生 28 天至 45 周岁-120 万；孕婴安康互助计划-20 至 40 周岁，未孕或未满 28 周-20 万；扶老太太爱心互助-所有人-20 万
众托帮	2016 年 3 月	-	爱家宝终身互助-出生 28 天至 105 周岁-40 万；全家宝抗癌互助-出生 28 天至 80 周岁-55 万；百万医疗互助-28 天至 65 周岁-300 万；综合意外互助-出生 28 天至 65 周岁-30 万
点滴守护	2018 年 12 月	滴滴	大病互助计划-28 天至 59 周岁-50 万
360 互助	2019 年 6 月	奇虎 360	大病-33 天到 59 周岁-50 万
灯火互助	2019 年 11 月	百度	大病-30 天到 60 周岁-50 万
美团互助	2019 年 6 月	美团	好青年大病互助计划-18 至 39 周岁-100 万
宁互保	2019 年 5 月	苏宁	大病+身故-30 天至 59 周岁-30 万

资料来源：各公司或组织网站，光大证券研究所整理

融资端：水滴互助领跑，估值远超同业。从第三方中介类互助平台的融资情况看，水滴互助和轻松互助已经高度领先其他平台，其中水滴互助已获 D 轮融资，估值达数十亿美金，实现行业领先地位。腾讯、新浪等强实力投资方纷纷进入市场。

表 11：我国现存部分网络互助平台融资情况

互助品牌	融资轮次	最后获得融资时间	累计融资（万元）	投资人	估值
水滴互助	D 轮	2020 年 8 月	336850+	瑞再集团、腾讯、IDG 资本、点亮全球基金、高榕资本	40-60 亿美元
轻松互助	C 轮	2017 年 7 月	38000+	IDG 旗下成长基金、德同资本、腾讯投资、同道资本	3 亿美元
壁虎互助	B+轮	2019 年 10 月	10500+	新浪微博基金（股权）	-
夸克联盟	Pre-A 轮	2015 年 12 月	1000+	顺为资本、杉杉创投	-
康爱公社	Pre-A 轮	2018 年 4 月	1600+	-	-
众托帮	天使轮/战略投资	2017 年 7 月	10000+	中科招商、吴晓波个人	-

资料来源：2019 胡润全球独角兽榜，光大证券研究所整理

获客数：两大巨头领跑，争夺亿万流量。目前，代表传统互助平台的水滴互助与代表互联网巨头的相互宝获客数量均超过 1 亿（水滴互助分摊用户数远远小于会员数），2019 年客户数市场占有率分别为 31.00%与 34.49%，领跑网络互助平台；轻松互助、美团互助、众托帮跟随其后处于第二梯队，会员数达千万级别，市占率合计 29.89%；其余网络互助平台体量较小，竞争实力不强。

总体而言，目前相互宝与水滴互助两家独大，新入局的互联网公司美团互助凭借自身场景优势迎头赶上，未来很有可能超过水滴互助和轻松互助。

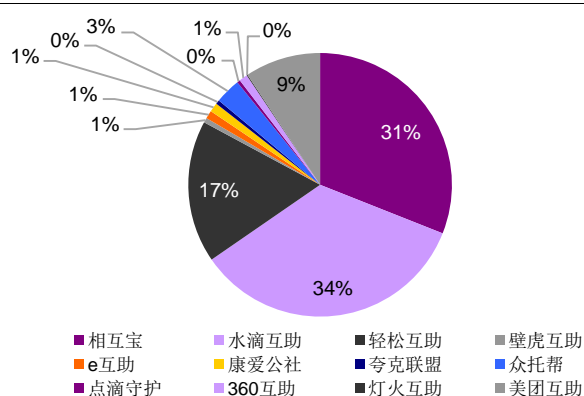
由于互助赛道拥挤、部分互助平台与发起人的商业基因不匹配和加入门槛过高（加入会员程序过于繁琐）导致部分互助平台的会员人数未达规定下限而关闭，例如百度灯火互助。

表 12：我国现存部分网络互助平台发展情况（截至 2020 年 7 月）

互助品牌	已加入会员数（万人）	已救助会员（人）	已划拨互助金（亿元）
相互宝	10,651	43,168	70.28
水滴互助	11,814	11,594	15.23
轻松互助	6000+	5,306	6.23
壁虎互助	201	1,707	1.56
e 互助	340	4,212	7.12
康爱公社	384	4,412	2.54
夸克联盟	170	2,372	1.96
众托帮	1,079	1,188	0.80
点滴守护	130	72	0.15
360 互助	354	38	0.04
灯火互助	41	-	0
美团互助	3,189	5	0.00316（2020.7.1 前平台 100%承担分摊费用）
宁互保	未公示	7	0.011

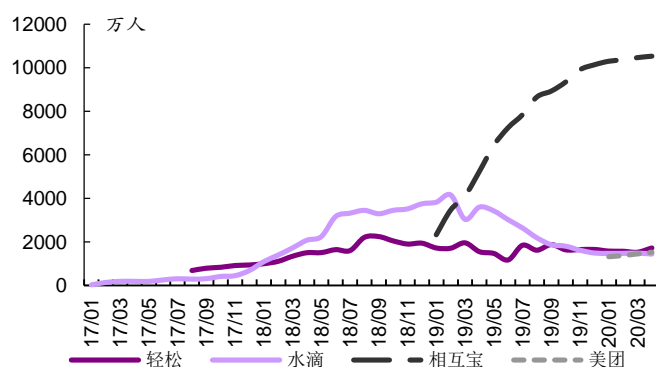
资料来源：各公司或组织官网，光大证券研究所整理

图 21：2019 年网络互助各平台按会员数量的市场份额



资料来源：各公司或组织官网，光大证券研究所

图 22：截至 20 年 4 月前四大互助平台分摊用户数情况



资料来源：各公司或组织官网，光大证券研究所

备注：参与分摊用户数更能真实反应互助平台的可持续性和用户活跃程度

2.4、网络互助无法取代商业保险只能作为补充

与传统的保险公司相比，网络互助平台具有门槛低、成本低等特点。网络互助平台的优势至少体现在以下几个方面：

1) 加入门槛低，惠及更多低收入人群，从而更好地满足大数法则要求，实现风险分散、稳健经营。传统保险模式需要用户现行缴纳一定数额的保费，再根据用户情况动用资金池中资金理赔；网络互助计划更多采取“事前无须预存+事后分摊”模式，会员在加入互助计划时无须缴纳任何费用，待互助公示后再进行分摊，大大降低了进入门槛。

表 13：我国网络互助平台加入门槛低

互助品牌	预存费 (元)
相互宝	0
水滴互助	1
轻松互助	3
壁虎互助	10
e 互助	30
康爱公社	0
夸克联盟	10/30/90
众托帮	10
点滴守护	0
360 互助	3
灯火互助	0
美团互助	0
宁互保	0

资料来源：各公司或组织官网，光大证券研究所整理

2) 短时间内将出资、赔付、理赔等信息及时告知，实现公开透明、流量转化。传统保险模式用户与保险公司间的理赔情况无需公开，用户无法得知他人理赔情况，信息不对称致使对保险公司信任度降低；网络互助计划则将每期互助情况进行公示，大大减少了固有的信息不对称难题，提升平台的信任度和健康度。每月数期的分摊公示一定程度上对参与用户形成教育警示，高频互动促使流量转化至其他保险产品，增加用户粘性。

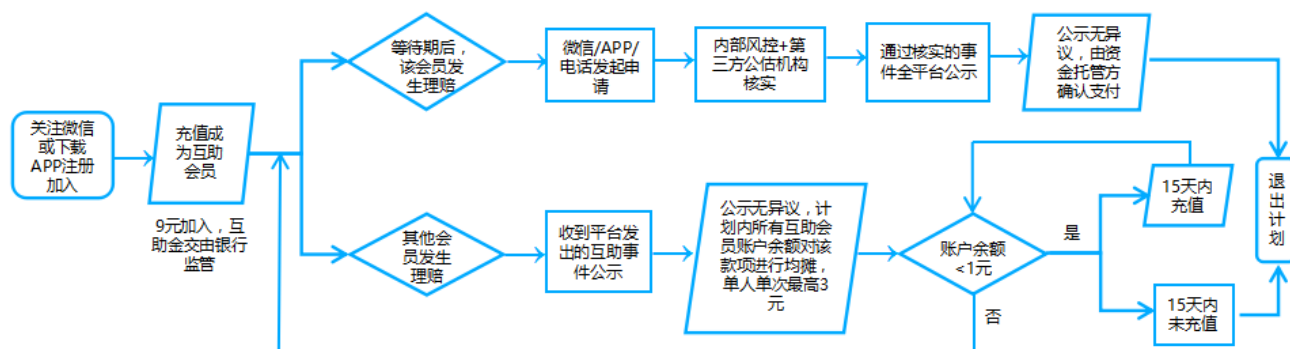
表 14：我国现存部分网络互助平台公示情况

互助品牌	每月公示
相互宝	每月 2 期
水滴互助	每月 4/5 期
轻松互助	每月 3/4 期
壁虎互助	每月 1 期
e 互助	每月 2 期
康爱公社	每月 2 期
夸克联盟	每月 1 期
众托帮	每月 2 期
点滴守护	每月 2 期
360 互助	每月 2 期
灯火互助	每月 2 期
美团互助	每月 2 期
宁互保	每月 2 期

资料来源：各公司或组织官网，光大证券研究所整理

3) **线上+线下风险控制机制**。传统保险公司互联网平台利用自身大数据与区块链等科技优势，可以消除信息不对称，提升保险公司风险管理能力，从而降低赔付率。在线上，以相互宝为例，其加入条件为蚂蚁信用 650 分以上，相较传统险企，蚂蚁集团拥有大量用户信用行为数据，数据优势明显，能够实现从入口端筛选逆向选择。在理赔端，各家互助平台均结合专业第三方调查平台进行线下实地调查。相较传统保险完全线下的模式，线上线下结合更能控制风险。

图 23：水滴互助流程图



资料来源：水滴互助官网，光大证券研究所整理

4) **管理费用与营销费用低，产品更具价格优势**。传统保险公司销售方式多为线下主动推介，代理人成本较高，而网络互助为用户主动参与，管理费用基本来源于线下理赔调查费用，节省了网点成本与代理人成本。目前各互助平台管理费在 8% 左右，相较于 12% 的保险行业管理费率有一定下降，可以降低平台产品价格，提升获客优势。

表 15：网络互助平台费用情况

互助平台	年分摊上限（以 30 岁男性为例）（元）	费用率
相互宝	188	8%

水滴互助	150	8%
轻松互助	30	6%
壁虎互助	28	0
e 互助	150	1 元/人/月
康爱公社	72/120	-
夸克联盟	150	0-0.25 元/人/月
众托帮	90	0.01 元/人/天
点滴守护	99	6%
360 互助	251	10%
灯火互助	24	8%
美团互助	单个成员每期 0.1 元	8%
宁互保	单个案件分摊上限 1 元	8%

资料来源：各公司或组织官网，光大证券研究所整理

网络互助参与成员主要来自三线及以下城市低收入人群。数据显示，“相互宝”有三分之一的成员来自农村和县域，近六成成员来自三线及以下城市，中西部地区需求旺盛。近七成相互宝成员年收入低于 10 万元，受访人群的年收入分布中心更向中低收入家庭倾斜；与相互宝情况类似，水滴互助的主要用户为三线及以下城市群体。数据显示，会员中超 7 成人来自三线及以下城市，参与人数最多的省份依次是山东、四川、河南、河北和江苏省。

网络互助产品聚焦于大病互助和意外互助，产品类型单一。大病保险（重疾险）和意外伤害保险都属于定额给付型险种（即发生保险责任约定的保险事故后，保险人按照规定保额给付保险金），此类险种的保险责任单一，保险事故是否符合保险责任容易被鉴定，相比于复杂的报销型医疗险容易被普通用户所理解，产品设计较为简单，运营难度较低。截至目前，大病互助和意外互助计划适合目前尚处于探索阶段的网络互助平台。例如：相互宝主要运营大病互助计划和老年防癌计划，2020 年 5 月新增慢性病人防癌互助计划，2020 年 8 月新增公共交通意外互助计划；水滴互助计划主要为健康人群大病互助计划、综合意外互助计划。

表 16：水滴互助和相互宝互助计划基本情况

互助平台	计划名称	保障范围	最高互助金（人民币）
相互宝	大病互助计划	99 种大病+恶性肿瘤+特定罕见病	30 万元（30 天~39 周岁）
	慢性病人防癌互助计划	恶性肿瘤	10 万元（40~59 周岁）
	老年防癌计划	恶性肿瘤	10 万元（60~70 周岁）
	公共交通意外互助计划	保障网约车、公交车、长途车、飞机、火车、地铁、出租车等公共交通出行过程中发生的意外伤害	100 万元（30 天~59 周岁）
水滴互助	健康人群大病互助计划	健康时加入，患病时获助（少儿和中青年可保白血病、癌症等 106 种大病）	30 万元（出身 28 天~65 周岁）
	综合意外互助计划	意外伤残、意外身故可获助	10 万元（1~65 周岁）

资料来源：各公司或组织官网，光大证券研究所

对商业重疾险替代有限。1) 保额方面，相互宝对于 40 岁以上的恶性肿瘤高发人群最高互助金额仅为 10 万元，以 2020 年 6 月最新一期相互宝公示数据为例，发病率最高的肺癌治疗费用平均为 50 万元，保额覆盖程度低，而重疾险的保障额度在 50-80 万元不等，较相互宝保障更有力。

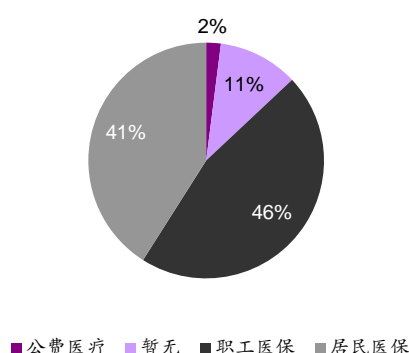
2) 保障时间方面，相互宝大病互助计划用户 60 岁自动退出相互宝，而据保监会发布的《中国人寿保险业重大疾病经验发生率表（2006-2010）》

显示，55 岁居民重疾经验发生率男女分别为 1.28%、0.81%，65 岁居民重疾经验发生率男女分别为 2.53%、1.70%，重疾发病率提升近 2 倍。相互宝用户 60 岁后风险概率极大提升。

3) 不确定性方面，相互宝每期人均分摊金额高度不确定，用户在公示前无法得知扣除金额，尤其是 2020 年老年防癌计划无分摊上限，未来费率存在进一步走高可能。同时相互宝的保障规则可以不断改变，用户权益存在受损可能，而重疾险保险条款一经签订无法更改，用户权益有保障。

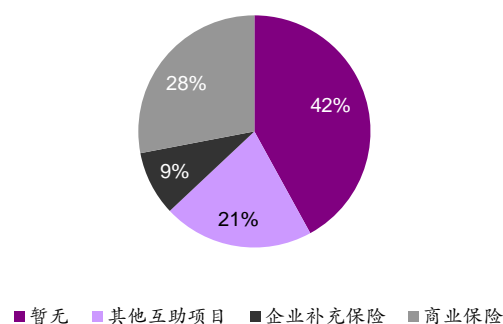
总而言之，相互宝并不能替代重疾险在长期保险保障上的作用，二者存在较大差异，由于网络互助平台的保障周期和保险责任并不明确，其对传统保险公司影响有限，网络互助平台更多作用于保险体系外的保障补充。

图 24：相互宝受访成员参加社保情况



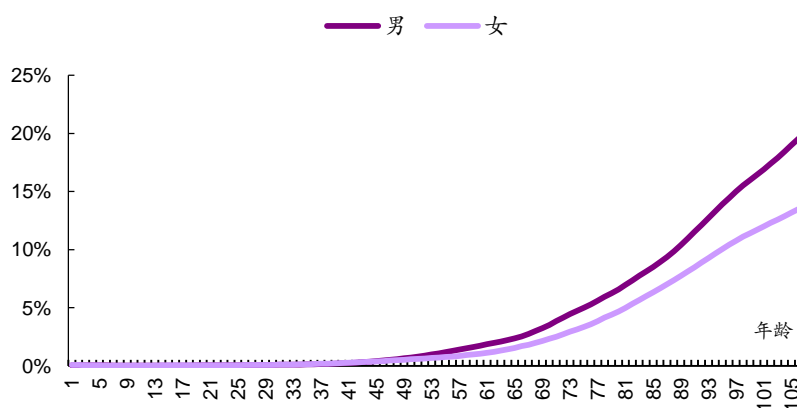
资料来源：《2019 年相互宝社会价值报告》，光大证券研究所

图 25：相互宝受访者参加其他医疗保障（社保除外）



资料来源：《2019 年相互宝社会价值报告》，光大证券研究所

图 26：2006-2010 我国居民重疾经验发生率



资料来源：银保监会，光大证券研究所整理

2.5、网络互助如何解决“劣币驱逐良币”？

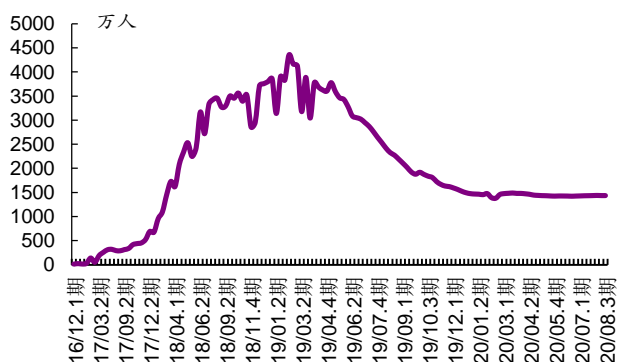
以相互宝和水滴互助为例，二者都遇到了人均年度分摊额迅速上升引发分摊用户流失的困境，其根源在于无法有效地解决“劣币驱逐良币”的问题。为了应对危机，相互宝采用剔除出险频率较高的轻症和推入门版互助金（控制年度分摊金额上限）来挽留分摊用户数。

2.5.1、水滴互助：人均年度分摊金额上升导致分摊用户流失

2020年5月19日，水滴互助发布上线四周年数据：截至4月底，平台已经累计救助了超过10894个家庭，划拨近15亿元互助金。水滴互助的会员中，80后和90后占比近60%，中青年成为互助新生力量。

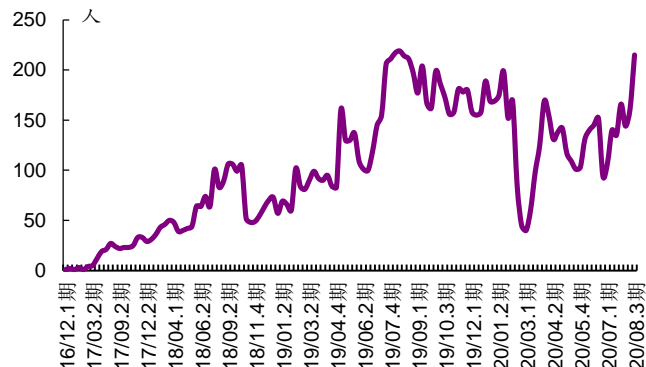
近年人均分摊金额有所上升。由于受助会员人数上升，且分摊总额和分摊次数逐年提高，人均年度分摊金额呈上升趋势，2017/2018/2019/2020年截至8月的人均年度分摊金额分别为11.6/9.3/43.9/30.2元。人均年度分摊金额提高会使得分摊会员人数下滑。如何保证人均年度分摊金额稳定是分摊会员人数持续增加的关键因素。

图 27：分摊会员人数下滑



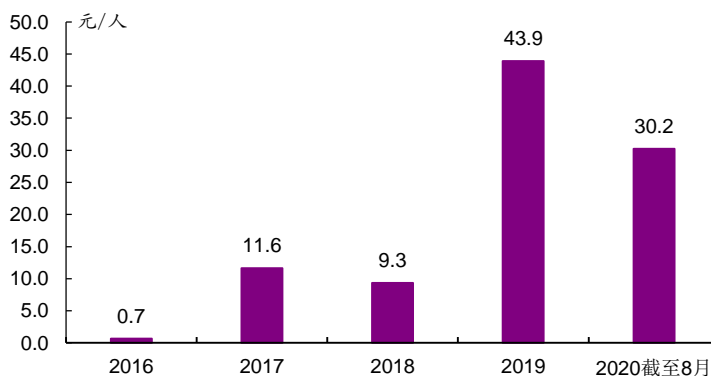
资料来源：水滴互助，光大证券研究所

图 28：受助会员人数上升



资料来源：水滴互助，光大证券研究所

图 29：年度人均分摊金额有所上升



资料来源：水滴互助，光大证券研究所

2.5.2、相互宝：修改赔款规则，新增入门版互助金

蚂蚁保险、芝麻信用及信美相互于2018年10月联合推出“相互保”团体重大疾病保险。凭借支付宝庞大的用户流量和不同于传统商业重疾险的运营模式，相互保上线一月后用户数量便突破2000万。2018年11月，“相互保”转型为“相互宝”，成为一款完全意义上的网络互助产品。

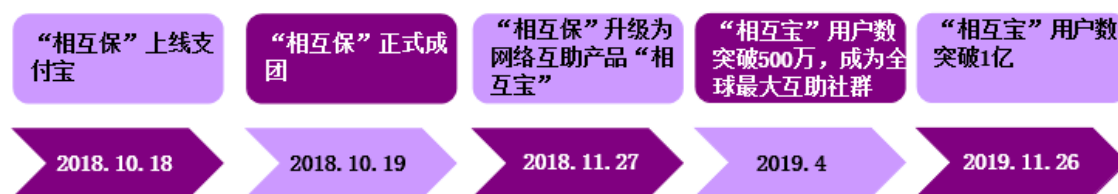
表 17：相互宝基本情况

相互宝基本情况

加入条件	1、30 天≤年龄<59 周岁 2、芝麻分≥650 3、蚂蚁会员 4、身体健康
付费方式	先加入享受保障，每月 14 日、28 日再分摊费用
互助金	10 万或 30 万不等
保障覆盖	99 种大病+恶性肿瘤
互助金领取流程	根据流程在支付宝上提交材料
分摊费用上限	有封顶，2019 年封顶 188 元
管理费	保障金额的 8%

资料来源：蚂蚁集团，光大证券研究所整理

图 30：相互宝发展历程



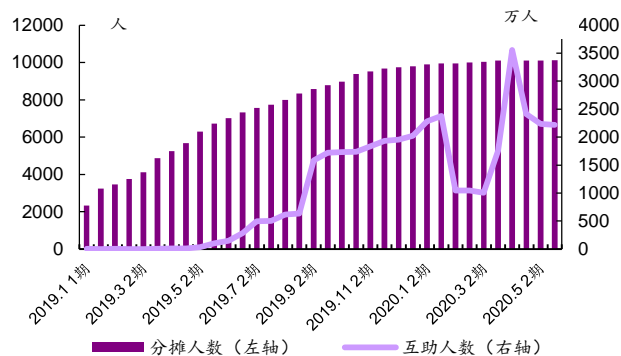
资料来源：蚂蚁集团，光大证券研究所绘制

分摊金额快速上升，上限有待控制。从相互宝的近期公告来看，大病互助计划和老年防癌计划人均分摊金额都呈现逐步上升的趋势，分摊人数有所下降。分摊人数下降的原因有：1) 每月摊付两次，支出感较一次性保费支出强烈。2) 用户不能正确判断保险价值，分摊金额大幅增长让用户难以接受。3) 赔付机制产生质疑，“劣币驱逐良币”现象。

以老年防癌计划为例，抛开疫情影响，2020 年 5 月第 1 期的人均分摊金额为 19.44 元，较 2020 年 4 月第 1 期 13.56 元同比增长 43.36%，较 2020 年 1 月第 1 期 9.78 元增长 98.77%。总体而言，2019 年 6 月至 12 月，人均分摊金额总和为 31.67 元，2020 年 1-5 月，人均分摊金额总和快速增长为 123.49 元，同时大部分用户选择为父母同时投保，个人分摊总额加速上升，用户退出计划比例进一步增加。2020 年 4 月第 2 期起，老年防癌计划分摊人数已连续四期下滑，共减少 6.71 万人。

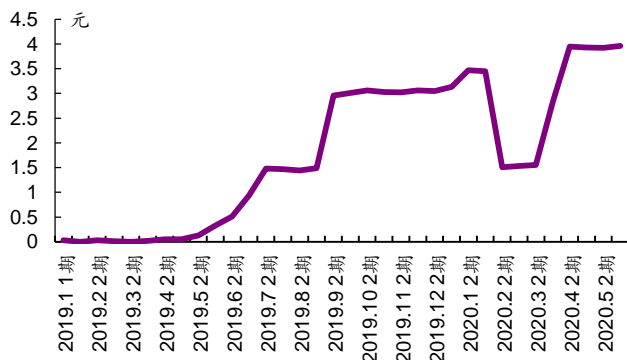
图 31：相互宝大病互助计划分摊人数与互助人数（截至 2020 年 6 月第 1 期）

图 32：相互宝老年防癌计划分摊人数与互助人数（截至 2020 年 5 月第 2 期）

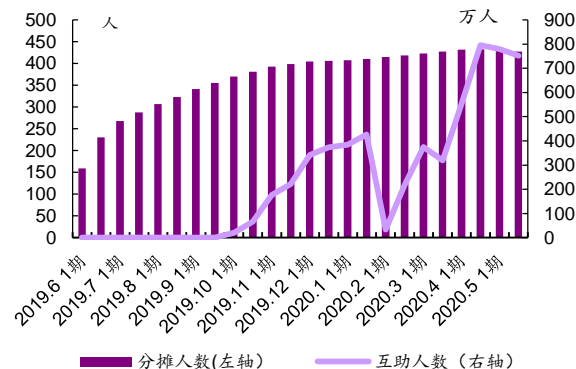


资料来源：相互宝，光大证券研究所整理

图 33: 相互宝大病互助计划人均分摊金额 (截至 2020 年 6 月第 1 期)

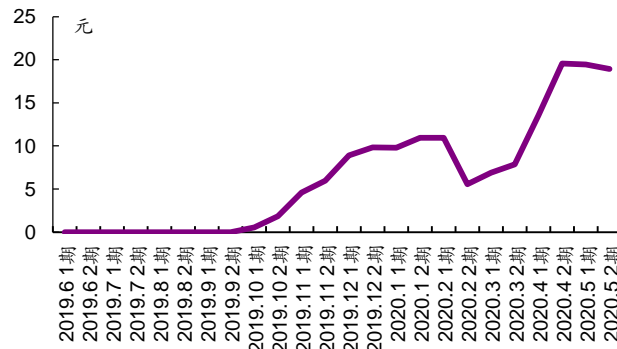


资料来源：相互宝，光大证券研究所整理



资料来源：相互宝，光大证券研究所整理

图 34: 相互宝老年防癌计划人均分摊金额 (截至 2020 年 5 月第 2 期)



资料来源：相互宝，光大证券研究所整理

相互宝避免人均分摊金额陷入恶性循环所采取的主要方式有：1) 修改赔付规则，剔除轻症肿瘤。2019 年 4 月，相互宝对自身赔付规则进行优化，将轻症甲状腺癌和轻症前列腺癌最高赔付金由 10 万降至 5 万，同年 12 月，相互宝继续优化赔付规则，将轻症甲状腺癌、轻症前列腺癌移出赔付范围。2) 新增入门版互助金。2020 年 6 月新推出的入门版互助金为标准版互助金的 1/3 或 1/2，分摊金额下降为标准版 1/3 和 1/2。入门版互助金满足部分用户对降低人均分摊金额诉求，以期维持用户基数，降低用户退出互助计划风险。

表 18: 相互宝升级优化历程

优化	生效时间	具体内容
第一次保障规则升级	2019 年 5 月 1 日 0 时	升级一：优化健康要求：明确疾病内容，优化描述。 升级二：明确轻度重症范围和互助标准：将未发生远处转移的乳头状或滤泡状甲状腺癌及 TNM 分期为 T2N0M0 的前列腺癌列入轻度重症范围，互助金降至 5 万元。 升级三：新增多次互助：轻度重症确诊获互助后无需退出计划。
第二次保障规则升级	2020 年 1 月 1 日 0 时	升级一：优化互助保障范围：未发生远处转移的乳头状或滤泡状甲状腺癌及 TNM 分期为 T2N0M0 的前列腺癌不再纳入保障范围，新增加，将戈谢病、法布里病、粘多糖贮积症、庞贝氏病和朗格汉斯细胞组织细胞增生症 5 种相对高发罕见病纳入保障范围。 升级二：明确初次确诊时间定义：将重症疾病分为恶性肿瘤、手术类重症、遗留状态类重症以及其他重症，对不同重症明确初次

		确诊时间定义。 升级三：优化等待期及既往症责任意义。
第三次保障规则升级	2020年6月1日0时	升级一：新增入门版互助金方案：成员可以根据自身保障需求选择不同额度保障，分摊金额随互助金额度进行等比例分摊。 升级二：延长分摊金额缴纳期限：分摊日次日零时至分摊日第二个公示日前2个自然日24时为宽限期。 升级三：增加保障范围：骨髓移植或造血干细胞移植手术的“严重黏多糖贮积症”纳入保障范围。 升级四：优化健康要求：已治愈的甲肝、戊肝，及部分乙肝、丙肝等肝炎可以加入相互宝。

资料来源：相互宝，光大证券研究所整理

3、相互保险与网络互助平台未来可期

3.1、普惠人群基数大，相互保险存在成长空间

虽然距相互保险在我国的初步尝试已迈过4年，但我国的相互保险处于低速发展阶段，未来仍有较大的探索空间：

1) **聚焦普惠，探索特殊人群。**相互保险成立的初衷便是为同质化人群提供保障，目前三家相互保险社已经在健康/农业/建筑领域开展布局，但对标人群及产品设计仍有待进一步细分创新，同时仍需注意高同质化人群形成的高赔付率。

2) **明确定位，与网络互助平台、传统股份制保险公司协同互补。**目前来看，我国居民对相互保险的认知程度仍然较低，相较根基深厚的传统股份制保险公司与快速崛起的网络互助平台，相互保险发展略显迟缓。未来应快速找准行业定位，回归本源同时科技赋能，与股份制保险公司和网络互助平台相互补充，共同分享保险行业未来前景。

3.2、网络互助布局多元场景，引流互联网保险

从商业模式上看，截至目前网络互助平台的管理费对自身盈利的贡献微乎其微，关键在于如何促使互助平台带来的大量短期流量转化为互联网保险资源，形成健康领域的闭环。因此，网络互助平台背后是高速增长的互联网保险市场，**保险代理销售平台转化成为网络互助平台短期发展的关键。**

以水滴互助为例，水滴公司旗下共有水滴保险、水滴互助、水滴筹、水滴公益四个业务模块，形成事前保障+事后救助模式。水滴互助与水滴筹持续拓展用户人数、提升用户保险意识，为水滴保险持续引流，保险转化率高达10%以上。2019年水滴保险新单年化保费突破60亿元，同比增长近600%。**商保+互助+筹款的场景闭环收效明显。**

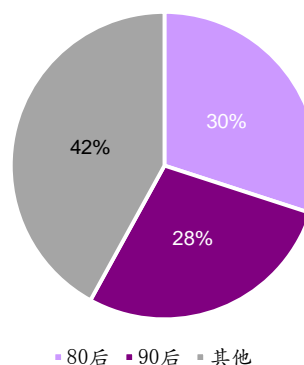
图 35：水滴互助场景闭环



资料来源：水滴互助官网，光大证券研究所整理

相互宝提升公众保险意识，引流至好医保等线上医疗险。蚂蚁集团 2020 年 3 月调查问卷统计结果显示，相互宝用户中 80 后占比 30%，90 后占比 28%，年轻人群仍未形成持续保险习惯，疫情刺激以及相互宝持续保险教育下存在引流至平台下其他健康险产品的潜力，蚂蚁集团 2020 年 3 月调查问卷统计结果显示，51.5%相互宝用户会考虑购置其他保险，支付宝线上长期医疗险好医保中 57%用户同时购买相互宝，平台产品相互引流的商业模式将打开互助平台盈利空间。

图 36：2020 年 3 月统计结果显示相互宝用户年龄构成

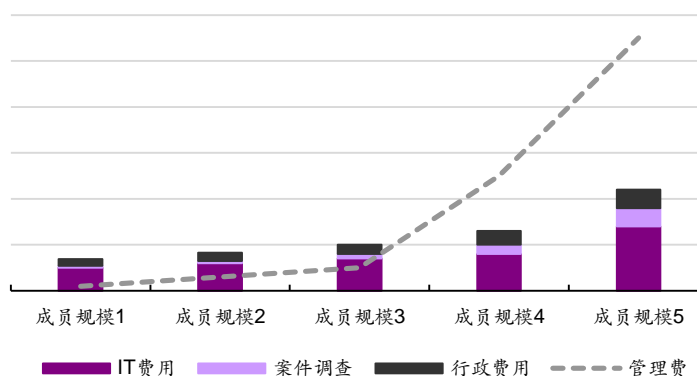


资料来源：蚂蚁集团，光大证券研究所整理

3.3、技术突破或引发网络互助平台几何式增长

规模效应助力网络互助平台实现盈利。由于行业对互助金仅收取 10% 以下的管理费，其年管理费收入较低。运营费用需要覆盖 IT 技术支出、互助事件调查费用、互助计划管理人行政支出、营销支出等，因此网络互助平台如果不能达到一定的规模，就会长期处于亏损状态，规模优势显著的网络互助平台在未来将大概率胜出。

图 37：网络互助平台管理费收入与运营成本分析示意图



资料来源：蚂蚁集团研究院《网络互助白皮书》，光大证券研究所

目前经营的网络互助计划主要以大病互助和意外身故为主（定额给付型险种，出险频率低，保险事故是否符合保险责任容易鉴定），二者控制赔付支出（减少分摊金额）的难度远远小于出险频率较高的医疗保险。但为了控制道德风险和消除分摊用户的恐慌感，各大网络互助计划的最高互助金控制在 30 万以内，从而使得网络互助平台的管理费无法覆盖成本。

陪审团机制运营成本高，未来期待大数据区块链技术有效提高平台实际效益。大病保险和意外身故的出险频率较低，因此陪审团机制可以有效地处理理赔事宜，但若出险频率显著增加，传统的陪审团机制处理效率低下，会导致案件调查成本过高。未来如果通过数据互联互通有效降低道德和信用风险，提高骗保欺诈成本将显著提高网络互助平台的实际效益。

技术突破或将显著增强网络互助平台的盈利空间。技术突破及区块链的应用，保障了数据的安全性及平台分摊运作的便捷性及高效准确性。届时网络互助平台的互助计划项目数、最高互助金额度有望提升、可以承保出险频率更高的险种；同时因信息不对称现象减少，年度分摊金额得以稳定，参与分摊用户数显著增加，则管理费收入有望迅速增长。

计算公式：管理费收入=用户数×互助计划项目数×最高互助金×出险频率×8%

表 19：网络互助管理费收入影响测算

用户数（亿）	互助计划项目数	最高互助金（万元）	出险频率	管理费收入（亿元）
1	1	30	0.01%	2
2	2	60	0.02%	38
3	3	90	0.03%	194
4	4	120	0.04%	614
5	5	150	0.05%	1,500
6	6	180	0.06%	3,110
7	7	210	0.07%	5,762
8	8	240	0.08%	9,830
9	9	270	0.09%	15,746
10	10	300	0.10%	24,000

资料来源：光大证券研究所测算

4、投资建议

短期网络互助仍依靠引流至互联网保险平台或网络商城获利。从商业模式上看，截至目前网络互助平台的管理费对自身盈利贡献微乎其微，能否盈利的关键在于如何促使互助平台带来的大量短期流量转化为互联网保险资源。

长期来看，在监管的允许下技术突破或将显著增强网络互助平台的盈利空间。技术突破及区块链的应用，保障了数据的安全性及平台分摊运作的便捷性及高效准确性。届时网络互助平台的互助计划项目数、最高互助金额度有望提升、可以承保出险频率更高的险种；同时因信息不对称现象减少，年度分摊金额得以稳定，参与分摊用户数显著增加，则管理费收入有望迅速增长。

建议关注：蚂蚁集团等大型互联网金融科技平台，及水滴互助等新型平台。

5、风险提示

1. **宏观经济不及预期。**宏观经济波动导致人均可支配收入下降，影响保险行业的保费收入，同时投资端影响相互保险的总收益。
2. **监管部门政策变动。**网络互助平台一直是监管空白，对于其是否存在资金池及涉嫌绕开保险监管众说纷纭意见不一，若监管部门监管政策变动将显著影响行业发展。
3. **技术进步不及预期。**如果互助保险与网络互助平台不能通过技术手段减轻或者降低劣币驱逐良币、逆向选择等风险，同时技术对数据的安全及保险风控的全面保障不及预期，那么对行业的健康发展将产生影响。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼