

## 证券研究报告—深度报告

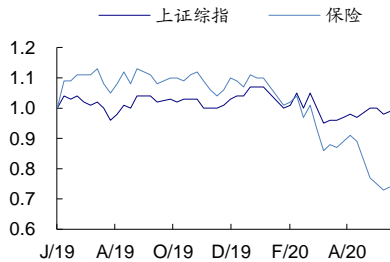
### 保险

### 互联网保险探讨

超配

2020年06月03日

#### 一年该行业与上证综指走势比较



#### 相关研究报告:

《保险行业专题: 重疾险发展迎来变革》  
——2020-05-29  
《寿险估值体系探讨: 黄金有价(二): 主动估值》  
——2020-05-11  
《保险行业专题: 健康险市场变革之年》  
——2020-05-10  
《保险行业专题: 如何看待低利率的影响?》  
——2020-04-15  
《2020年2月保险行业投资策略: 疫情影响有限, 寿险标的坚实》  
——2020-02-06

#### 证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165  
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

#### 联系人: 王鼎

电话: 0755-81981000  
E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn

#### 证券分析师: 李锦儿

电话: 021-60933164  
E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

#### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

#### 行业专题

## 混沌有道

### ● 主要结论: 互联网保险的潜在触角无所不在, 赛道众多

本篇报告的主要目的在于回答以下问题: 互联网保险企业的本质是什么? 具有怎样的主要特征? 我们具体以寿险、车险和健康险等子行业为例, 做出我们的分析。保险业务的本质特殊, 以致互联网保险的潜在触角无所不在, 具体生态难以预期, 潜在的天花板难以衡量, 使得众多的初创企业仿佛在一片混沌中寻找商业价值的突破口。

**综合分析, 互联网保险往往具有以下特征:** (1) 新兴企业需要面对较大的竞争压力, 往往聚焦于细分赛道以求发展; (2) 创新空间过大, 难以预测, 科技对人以及对物的影响甚至可能会颠覆一个险种; (3) 各子行业的发展易受上下游产业或者相关机构参与者的影响, 未来生态或各不相同。

### ● 互联网保险: 混沌中明晰

保险业务的本质在于通过风险的对冲和转移实现盈利, 但围绕各种风险, 各子行业需要面对不同的上下游对象, 导致各子行业未来的生态并不十分清晰, 难以预期。我们以三个比较受关注的子行业为例, 以总结互联网保险企业的特征:

(1) **寿险行业:** 鉴于寿险产品的复杂, 新兴寿险企业往往聚焦于定期寿险产品等细分赛道, 以满足互联网用户对用户体验的高要求, 竞争压力大; (2) **车险行业:** 新兴科技对机动车的影响非常大, 一方面使新兴车险企业有能力对传统业务模式进行创新, 但另一方面, 随着自动驾驶等技术的推进, 传统的车险模式甚至会被颠覆; (3) **健康险行业:** 健康险生态历来是由商业体系和公立体系组成, 且受医疗体系的影响, 所以商业健康险的发展历来不是独立的, 例如在美国, 新兴企业往往以契合生态为主, 先聚焦细分赛道以寻求突破机会。

### ● 投资建议: 给与众安在线“买入”评级, 维持行业“超配”评级

本专题报告的相关投资标的为众安在线, 我们预计其保险业务盈利在望, 同时科技输出业务正持续扩张, 参考国际同业 Guidewire 的成长轨迹, 前景不可小觑。当下, 众安在线的 PB 倍数为 2.4, 处于较低的估值区间, 我们给与其“买入”评级。同时, 鉴于我国保险行业的整体估值较低, 再考虑到经济回暖及利率上行在望, 我们维持保险行业“超配”评级。

### ● 风险提示

第一, 经济下滑超出预期; 第二, 承保业务的亏损超出预期, 限制扩张步伐; 第三, 行业竞争加剧, 或渠道面临分流压力等。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	EPS		PE	
				2020E	2021E	2020E	2021E
6060.HK	众安在线	买入	27.35	0.25	0.46	109	59

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测(收盘价日期: 2019年5月29日)

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

与一般的互联网金融业务相比，互联网保险业务显得更加复杂，甚至各子行业都显示出完全不同的发展轨迹。互联网保险往往具有以下特征：（1）新兴企业需要面对较大的竞争压力，往往聚焦于细分赛道以求发展；（2）创新空间过大，难以预测，科技的进步对人以及对物的影响甚至可能会颠覆一个险种；（3）各子行业的发展易受上下游产业或者相关机构参与者的影响，未来生态或各不相同。

本专题报告的相关投资标的为众安在线，其创立于 2013 年，主要从事财产险业务和科技输出业务，于 2017 年上市之后，其财产险业务依靠线上渠道快速扩张，且盈利在望，同时科技输出业务正持续扩张，受到国际认可，参考国际同业 Guidewire 的成长轨迹，前景不可小觑。当下，众安在线的 PB 倍数为 2.4，具有一定的投资价值，给与“买入”评级。同时，鉴于我国保险行业的整体估值较低，再考虑到经济回暖及利率上行在望，我们维持保险行业“超配”评级。

### 核心假设或逻辑

第一，互联网保险难以开发新的赛道，一般都是在旧有的赛道上进行深耕，谋求进一步的发展；

第二，因为金融科技很容易被模仿，所以科技本身难以使保险企业具备核心竞争力，过于依赖科技的企业往往需要面对很大的竞争压力，直到竞争格局确定；

第三，保险业务类似于风险中介，与产生风险的一方以及承受风险的一方都有着紧密的联系，正因如此保险企业的发展轨迹皆会受到两者的影响。

### 与市场预期不同之处

第一，科技的快速进步对于保险行业而言，机会与挑战同在。机会在于，保险企业可以利用新兴科技实现对产品、渠道以及组织模式等方面的革新，而挑战在于产生风险的一方、承受风险的一方以及渠道方都可以利用自己的话语权，切入保险业务，对传统保险企业形成持续的打压，甚至颠覆传统的保险模式，例如互联网企业或汽车企业正在大力研发的自动驾驶技术会对传统车险模式构成巨大的威胁；

第二，新兴的保险科技企业往往利用最新的数据技术，挖掘传统保险企业未曾覆盖的市场，抢占市场先机，但数据技术本身很难成为核心竞争力，再加上保险购买行为本身是低频行为，所以保险科技企业一般很难在短时间内迅速扩张，且不具备如网络社交应用一般的网络价值，对传统保险企业造成冲击有限。

### 股价变化的催化因素

第一，健康险业务及生活消费类险种快速扩张，且皆实现承保盈利；

第二，自有平台取得巨大成功，消费者粘性迅速提升；

第三，科技业务找到切实可行的方向，成长空间迅速打开。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，疫情影响超预期，或中美摩擦加剧，导致经济下滑超预期；

第二，承保业务的亏损超出预期，限制扩张；

第三，行业竞争加剧，或渠道面临分流压力等。

## 内容目录

互联网保险：混沌中探寻.....	5
保险科技企业：道阻且长，各有不同.....	6
寿险保险：重在赛道策略.....	6
车辆保险：重在战略布局.....	8
商业健康险：重在生态契合.....	9
P2P 保险：重在模式创新.....	10
辅助创新：重在竞争格局.....	11
互联网保险标的：众安在线.....	12
基本业务情况：承保业务盈利在望.....	13
科技业务情况：持续构建竞争壁垒.....	14
投资建议：估值较低，前景可期.....	14
风险提示.....	15
国信证券投资评级.....	16
分析师承诺.....	16
风险提示.....	16
证券投资咨询业务的说明.....	16

## 图表目录

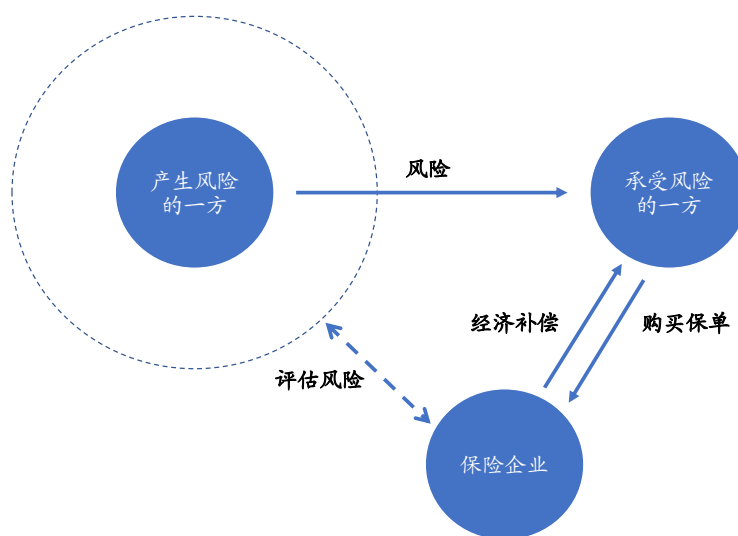
图 1: 保险业务的本质 .....	5
表 1: 投保人在 Ladder 上购买定期寿险的流程 .....	7
表 2: 车险领域 .....	8
表 3: 健康险领域 .....	10
表 4: P2P 保险企业 .....	10
表 5: B2B 软件提供商 .....	11
表 6: B2C 客户服务 .....	11
表 7: 众安在线营业收入数据 .....	12
表 8: 众安在线各产险业务线的历史总保费 .....	13
表 9: 众安保险各生态的成本情况 .....	13
表 10: 众安在线营业支出及利润数据 .....	15

本篇报告的主要目的是讲述并分析互联网保险的基本面貌，以定性分析为主，重点描述寿险、健康险、车险以及 P2P 等受我国投资者关注较大的领域，最后我们具体分析众安在线。

## 互联网保险：混沌中探寻

我们构建保险业务的商业模型，如下图所示，以试图解释互联网保险的商业逻辑。传统的保险业务类似于风险第三方，评估产生风险的一方，为承受风险的一方提供保险服务，在事故发生后提供经济补偿。即传统的保险业务涉及到两个重要的对象，即产生风险的一方和承受风险的一方，而其盈利的基础是对风险的精准定价。

图 1：保险业务的本质



资料来源：国信证券经济研究所整理

但随着科技的快速进步，创新正逐渐动摇着传统的保险业务模式。例如，互联网渗透率的迅速提升，使得众多承受风险的一方可以高效地组织在一起，形成共保体系，在组织内实现单位风险的对冲，基本无需保险企业的参与。例如，自动驾驶技术可以改变车险中产生风险的一方，即由驾驶员变为提供自动驾驶技术的汽车企业，而此潜在的趋势可以逐渐颠覆传统的车险业务，使汽车企业可以通过销售产品责任险，以替代传统的车险产品。

正如上所述，科技的进步对保险业务的冲击十分巨大，甚至可能颠覆传统的保险业务模式。鉴于各保险子行业连结着不同的风险上下游，那么各保险子行业大概都面临着不同的变数。整个保险行业在科技的催熟下，仿佛进入了一片混沌。

为了高效地描述整个互联网保险领域的面貌，我们主要在报告里分析五个比较受关注的保险子领域，即寿险、车险、健康险以及 P2P 保险平台和科技输出等领域。

## 保险科技企业：道阻且长，各有不同

通过分析，各保险子行业往往在发展重点上各不相同：

（1）寿险行业的重点在于赛道策略，其新兴企业往往聚焦于定期寿险等简单赛道，以求突破；

（2）车险行业的重点在于战略布局，其新兴企业或是对车险服务的收费模式进行创新，以实现高频次服务，或者是布局更多附加服务，以提升整体服务的性价比；

（3）商业健康险行业的重点在于生态契合，因为健康险涉及到民生，会受到政府及医疗体系的影响，所以各企业需要与整个生态协同共进，而新兴企业往往是在与整个生态的契合过程中，寻找发展的突破口；

（4）P2P 保险的重点在于模式创新，其新兴企业或局限于共保模式，止步不前，无法进一步提升商业价值，但有的企业持续创新迭代，例如部分实现了渠道价值，在线上组织人群，以团体为单位向第三方保险企业输出投保人等；

（5）科技输出行业的重点在于竞争格局，其新兴企业的发展空间直接受限于其下游客户的话语权，即如果保险行业的市场份额是较为集中的，那么科技输出型企业难以获得话语权，因为大型保险公司在科技研发方面有更大的规模效应，平摊成本更低，而如果保险行业的市场份额是平均的，且小型保险公司众多，那么科技输出型企业的话语权相对更高，市场空间自然更大。

### 寿险保险：重在赛道策略

在寿险行业，新兴互联网企业众多，典型的例子是 Ladder，其在 2015 年创立于美国加州，业务聚焦在定期寿险产品这个细分赛道，目标用户是年龄在 20 岁到 60 岁之间的客户。Ladder 是纯线上的寿险企业，利用新兴科技和手段，重塑定期寿险的购买流程，全程电子化，为客户提供简单快捷的全数字化服务，用手机即可完成投保流程。

同时，Ladder 凭借对相关数据的长期积累和分析，可以在 5 分钟内完成对投保人的审核，做出核保决定。消费者能如此快速的购买定期寿险，这对于寿险行业而言是巨大的进步。



我们在 Ladder 的网站上做了一个模拟测试，大致的流程如下所示。在 Ladder 购买定期寿险，消费者需要在线上回答大概 40 个问题，最后邮寄唾液样品给 Ladder，等待 Ladder 的决定和定价结果。（部分投保人需要提供唾液样品。）

**表 1：投保人在 Ladder 上购买定期寿险的流程**

序列	问题内容	序列	问题内容
1	选择保额和保单期限，其中保额的范围为 10 万-800 万美元，各选项间隔为 5 万美元，而保单期限为 10 年-30 年，各选项间隔 5 年	21	出生地址
2	在接下来两年里，会参与哪些运动。有 8 个选项，分别是跳伞、潜水、赛马、登山、悬挂滑翔、飞行、极限运动以及不参加以上运动等	22	填写社会保障号码
3	在接下来两年里，是否会离开美国，无论是因为旅行、居住还是工作等原因	23	目前是否被聘用
4	在接下来两年里，是否会参加任何飞机驾驶活动	24	工作内容
5	选择最近一次吸食大麻的时间。有 5 个选项，分别是从来没有、最近 12 个月、12 个月-23 个月、24 个月-35 个月、36 个月以上	25	税前收入
6	是否在过去 10 年用过可卡因、海洛因、麻醉剂、幻觉剂或者其他受管制类物质（非医学专业人员开的处方药品）	26	目前是否已经拥有寿险或者年金
7	在过去 5 年是否有过犯罪记录，或者受到指控，或者服刑等	27	保额是多少
8	在过去 5 年有过多少次交通违规，包括闯红灯、超速、酒驾等	28	目前购买寿险的目的是不是要替换之前买的寿险产品
9	去年体重的变化是否超过 10 磅	29	过去 5 年是否申请、恢复或者续保过其他寿险
10	过去 10 年是否有涉及到以下症状，包括心脏病、糖尿病、抑郁症、关节或骨骼紊乱等 12 个选项	30	是否要添加备用地址
11	过去 5 年是否有咨询过医生关于其他症状（在上个问题之外的）	31	是否拥有有效的驾驶执照
12	过去 5 年是否被要求任何治疗或要求任何诊断检查	32	是否曾经拥有过驾驶执照
13	过去 12 年是否接受过任何处方药物，在以上问题上未披露的	33	过去 10 年驾驶执照是否被暂停或者撤销过
14	曾经是否有医生建议过器官、骨髓或组织移植	34	过去 10 年是否因为疲劳驾驶或者酒后驾驶被定罪过
15	曾经是否被医生诊断或治疗过 AIDS, ARC, and/or HIV	35	是否有一位定期的诊疗医师，包括体检等
16	填写您的姓名	36	确认以上信息并提交
17	填写您的住址	37	确认地址，然后 Ladder 发送工具箱，以便投保人提取唾液样本，并邮寄给 Ladder
18	填写您的邮箱地址	38	申请结束，等待 Ladder 的定价结果
19	填写电话号码		
20	是否为美国公民，或者在美国居住时间超过 2 年的永久居民		

资料来源：公司官方网站，国信证券经济研究所整理

综上所述，Ladder 聚焦于定期寿险这一细分赛道。同时，根据其创始人的言论，Ladder 的策略是先占据这一细分赛道以积累运营经验，之后会考虑增加新的保险品种。Ladder 的策略似乎稍显保守，但其实正如我们在上文中所阐述的，保险科技企业往往面对着很大的竞争压力，即使在细分赛道。

目前，Ladder 所在的赛道相对比较拥挤，其竞争对手包括 Ethos Life, Fabric, Bestow, Ethos, Haven Life, Quality Term Life, Quoracy 等，且大部分皆创立于 2015 年之后，备受资本青睐。例如，Ethos Life 创立于 2016 年，在 2019 年进行 C 轮融资，投资人包括高盛和红杉资本，其中红杉资本亦参加了 B 轮的投资。而创立于 2015 年的 Ladder 在 2020 年进行 C 轮融资，是备受产业基金青睐的科技企业，其投资人包括德国安联和美国的西北互助人寿。

大部分寿险科技企业聚焦于定期寿险这一赛道，其背后有着很强的商业逻辑，因为定期寿险确实是最适合互联网生态的寿险品种之一，其功能单一，只提供保障功能，责任固定，缴费固定，其盈利的本质更偏向于数据管理，而大部分的寿险品种皆在一定程度上偏向于储蓄业务，会涉及到资本市场的波动风险，管理难度较大。

## 车辆保险：重在战略布局

在科技创新方面，车险行业比寿险行业更加复杂，因为车险不仅仅涉及到人，还会涉及到物，而机动车本身就具有非常高的科技属性，会因为自动驾驶等科技手段的进步而变得异常复杂，可能会改变车险保险的发展轨迹。

举个例子，人工智能科技可以赋予机动车辆一定的拟人属性，那么当车辆在进行自动驾驶时发生了碰撞，赔付责任在哪一方？是汽车厂商、驾驶人还是车辆？如果是汽车厂商，那么未来的机动车辆保险将会逐渐变为产品责任险。如果是这样，传统的车险业务模式将大受冲击，而汽车企业将会逐渐主导车险行业的发展。所以，科技的进步对于车辆保险行业的潜在冲击是难以预估的。

同时，机遇同在，车险业务可以令保险企业进军更广泛的市场。车险企业可以通过链接地图导航应用、线下社交活动、车辆维修及销售等，创造更大的商业价值。

当下，随着数据科学的进步，以及 5G 网络和物联网技术的逐步推进，车险企业正面临着前所未有的机遇。行业内最典型的例子，莫过于太保产险在 2016 年参与投资的美国 UBI（基于客户行为的保险）车险服务企业，Metromile，其对传统车险业务的收费模式进行了创新。Metromile 的用户需要首先缴纳一个较低的基础月费，然后按照行驶里程缴纳额外的保费，超过 250 英里（新泽西州 150 英里）的行程免收取保费。

**表 2：车险领域**

公司名称	商业说明	创办时间	最新融资时间	最新融资情况	最新估值
Metromile	该公司按照实际行驶公里来收取保险费用，聚焦用户体验，利用 AI 等科技提升每单位使用量的盈利能力，并推出相关 SaaS 服务	2011 年 1 月	2018 年 7 月	E 轮	不详
Root Insurance	该公司通过手机端的 APP 来收集客户的驾驶数据，以此来判断客户的投保费率，旨在以更有效的方式来降低车险的价格	2015 年 3 月	2019 年 8 月	E 轮	36.5 亿美元
Clearcover	该公司基于 API 平台从与客户相关的公司获取数据，通过 AI 等技术，将客户画像描绘得更加精准，向客户提供更合适的车险产品，试图打造车险行业的亚马逊	2016 年	2020 年 1 月	C 轮	不详

资料来源：各公司官网、Crunchbase，国信证券经济研究所整理

Metromile 在收费模式上的创举，提升了用户使用车险服务的频率，从以年为单位变为以天为单位，扩大了车险服务的外延。所以，Metromile 可以在提供车险服务的基础上，顺利向车险投保人提供硬件服务、路线导航服务、汽车定位服务、车辆故障即时诊断、线下活动通知等附加服务，其商业价值不言而喻。

同时，Metromile 天然与 Uber 以及滴滴打车这类共享车辆的互联网平台具有很强的互补价值。Metromile 可以根据不同的场景，为 Uber 类平台的使用者和驾驶人提供按照里程收费的保费服务以及附加服务。从这个角度出发，Metromile 也可以直接切入平台类的业务，积累网络价值，创造巨大的商业价值。



## 商业健康险：重在生态契合

在一个竞争充分的环境中，各企业的商业健康险产品往往在性价比上差异并不大，而消费者购买商业健康险，除了关注健康险保单本身的性价比，还会看重最终的医疗服务提供者。所以，商业健康险企业往往会试图构建与医疗服务提供者更紧密的关系，以巩固自身的竞争优势。在美国，商业健康险行业的生态尤其如此。

首先，我们简要介绍一下美国的健康险生态。美国的健康保险体系由公共体系和商业体系组成，但其公共体系并不覆盖全部国民。

美国政府只向特定的群体提供公共健康保险，大约占全部人口的三成。美国的公共健康保险体系主要有两种，即自 1966 年开始生效的 Medicare 计划和 Medicaid 计划，其中 Medicare 计划主要向年迈以及残疾的美国国民提供健康保险，而 Medicaid 主要向处于经济困境中的群体提供健康保险：

(1) Medicare 由联邦政府监管，是全美规模最大的健康保险提供者，由两个部分组成，即 A 部分和 B 部分，大约覆盖 13% 的美国人口。A 部分是强制加入的，提供有限的住院医疗护理、居家疗养服务及家庭保健服务等，而 B 部分并不是强制加入的，提供门诊医疗服务、放射科服务及家庭健康服务等。成员皆需要为 A 部分和 B 部分缴纳一定的费用(大部分的人可以豁免对 A 部分的缴费)，且需要为最终的总费用缴纳免赔额和共同支付的部分。除此之外，成员通常会购买与 Medicare 相补充的商业健康险，例如 Medicare Advantage；

(2) Medicaid 由联邦政府和州政府共同资助，向处于经济困难的群体提供健康保险，大约覆盖一成左右的人口。在该计划下，联邦政府首先要求各州政府对特定人群实行覆盖，并制定最基本的医疗服务目录，同时，各州政府可以在此范围之外根据具体情况覆盖额外的人群，并扩大医疗服务目录。

另一方面，美国的商业健康保险行业发达，大约覆盖美国七成的人口，且六成的美国人是委托雇主为其购买商业健康保险。通常，美国的雇主会代表其雇员团体与第三方统一签订健康保险计划，或者是以具体的医疗资源使用情况而付费(大约覆盖了三成的雇员)，或者是签订管理型的医疗服务计划(Managed care health insurance plan, 大约覆盖七成的雇员)。而管理型的医疗服务计划，主要分两种，即健康维护组织(Health Maintenance Organizations, HMO)和首选提供商组织(Preferred Provider Organization, PPO)，皆结合了健康保险和医疗服务等功能。PPO 在就医范围上更加灵活，成员可使用其网络之外的医疗资源，成本比 HMO 高，而 HMO 需要成员选择日常的医疗服务提供商，且就医范围相对固定，成本亦更低。

综上所述，美国的健康险行业以商业为主导，以公共为辅助，即商业体系与公共体系协同交融，而互联网型的商业健康险企业则在此生态之上延续着传统的模式以寻求突破，竞争压力较大。在美国，龙头的商业健康险企业拥有极深的护城河，是初创企业难以在短时间内迅速超越的。例如美国联合健康集团(United Health Group)已经构建了大型的医疗网络，覆盖了 130 万专职医护人员以及 6000 多家医院和其他专业机构，实现了规模效应以及网络价值，可以更高效的满足消费者的需求。

而初创型的商业健康险企业在此生态之下，很难迅速摸索到可以挑战龙头企业的发展策略，所以在起初也是聚焦于一个细分领域，采取以守为攻的姿态。

典型的例子是 Oscar Health，其创立于 2012 年，最初的商业目标是利用新兴技术，改善用户体验，开发由奥巴马医改法案所创造的个人保险市场(该法案旨在覆盖之前未被商业健康保险覆盖的人群)。自创立伊始，公司一路并不平坦，其成长关键词包括亏损连连、CEO 离职、医改政策动荡期、市场孵化期等，特别是在美国现任总统特朗普进行医改之后，公司不得不大幅调整策略，开始兼

顾布局企业雇员保险等业务，主打性价比和用户体验。根据 Oscar 官方网站的数据，其客户包括个人、家庭和小型企业，在 9 个州进行职业，覆盖 1000 多名雇员，同时覆盖共计 25 万名的个人成员等。在 2018 年 8 月，Oscar 的估值达到 30 亿美元，备受谷歌的母公司 Alphabet 支持。目前总体而言，初创企业，如 Oscar Health，对于商业健康险行业并无颠覆性影响，其仍在延续着传统的商业模式，仍在探索的路上。

**表 3：健康险领域**

公司名称	商业说明	创办时间	最新融资时间	最新融资情况	相应估值
Oscar Health	该公司为健康险提供商，利用科技重铸健康险业务的每个环节，不仅为客户，也为销售伙伴和医生网络提供最便捷的科技服务	2012 年	2018 年 8 月	公司轮	30 亿美元
Health Sherpa	帮助投保人找到最合适的医疗计划，提供专业的意见，并当投保人注册了计划之后，该公司向保险公司收取佣金	2013 年 10 月	不详	不详	不详
Bright Health	前联合健康集团 CEO 创立，向投保人提供健康保险和服务，并且链接众多医生以及健康服务提供商，同时通过各种渠道销售健康险	2015 年 11 月	2019 年 12 月	D 轮	9.5 亿美元
Clover Health	该公司为健康险提供商，商业模式与 Oscar Health 类似	2013 年	2019 年 1 月	E 轮	12 亿美元
Go Health	该公司类似于健康险产品的线上比较平台，帮助消费者和中小型企业寻找最合适的健康险计划	2001 年	2019 年 8 月	收购	15 亿美元

资料来源：各公司官网、Crunchbase，国信证券经济研究所整理

## P2P 保险：重在模式创新

我们可以从利益冲突的角度来分析 P2P 保险行业。传统的保险业务模式是保险公司对各投保人单独承保，分别分析各投保人的风险特征，单独制定保单，单独定价，同时投保人之间并无联系。在传统的模式之下，保险公司以赚取利润为第一目的，所以在理论上，保险公司更倾向于获得更多的保费，或者延迟赔付的时间，又或者尽量减少赔付的额度，总之，保险企业与投保人之间或多或少的存在利益冲突。

而 P2P 的模式不同，其先聚集投保人，或是朋友或亲友之间的聚集，或是某类网络群体的线上聚集等，总之投保人之间有着某种联系，然后再作为一个集体转移或者对冲风险，例如以团体的形式购买保险，或是将个体风险在集体内部对冲等。P2P 模式在一定程度上减少了保险企业与投保人之间的利益冲突。

目前行业内比较受关注的 P2P 模式主要有两种：一种是突出渠道价值，聚集投保人，为投保人争取更高性价比的保险产品，例如创建于德国的 friendsurance 和创建于英国的 Brought By Many 等企业；另一种是打造类似于互助形式的保险企业，利用互联网手段，聚集投保人群，在集体内部消化个体风险，例如蚂蚁金服旗下的相互宝。

**表 4：P2P 保险企业**

公司名称	商业说明	创办时间	最新融资时间	最新融资情况	相应估值
friendsurance	该公司是全球首个采用 P2P 模式的保险企业，聚集有相同保险需求的人群购买保险，同时会购买再保险以转移一定的风险，每年以现金奖励无赔付的成员	2010 年	2016 年 3 月	风险资本融资	不详
Brought By Many	该公司只面向会员，满足会员在保险方面的需求，提供更公平的价格	2012 年	2020 年 5 月	C 轮	不详
Otherwise	该公司是法国第一家合作式（P2P）的保险经纪人，以一种新的方式汇集投保人，并利用大数据等手段帮助投保人降低投保成本	2016 年	2017 年 3 月	种子轮	不详

资料来源：各公司官网、Crunchbase，国信证券经济研究所整理

突出渠道价值的 P2P 模式或是未来冲击行业的一种不可忽视的力量，因为互联网企业本身是善于聚集流量的，善于聚集消费者的，其渠道价值理应体现出来。而类似于互助形式的 P2P 模式则可能要稍显落寞一些，因为该类企业通常不以股东盈利为最终目的，或者不存在股东，缺乏融入资本的手段，难以持续提升商业竞争力，难以迅速实现巨大的商业价值。

## 辅助创新：重在竞争格局

除了以上互联网保险企业，还有很多科技型企业从事着科技输出的业务，向保险企业、保险经纪商及代理人等提供技术协助，例如保单管理平台 and 代理人业务管理平台等，或者直接向消费者提供技术服务，例如财务管理软件，并不直接从事保险业务。从现实的情况来看，该类科技型企业主要可以分为两类，一类是向保险行业的机构客户提供技术输出（B2B），一类是向保险行业的零售客户提供科技服务（B2C）。

我们认为第一类业务的发展前景取决于保险行业的竞争格局。如果保险行业的集中度很低，存在着众多的中小保险公司，那么该类业务的存在价值则非常之高，但是如果保险行业的集中度很高，例如中国的寿险行业，那么该类科技型企业往往会面临着很大的生存压力。而第二类科技型企业由于从事着零售业务，潜在的市场空间更大，潜在的市场前景也更好，发展的关键或许在于战略。

在 B2B 类的初创型企业中，典型的例子如 Insly，其提供基于云技术平台的保单管理系统，覆盖的功能包括会计管理、账单管理以及报告汇总等，主要客户有代理人、经纪人及保险公司等，向客户提供技术输出，提升其工作效率。

**表 5：B2B 软件提供商**

公司名称	商业说明	创办时间	最新融资时间	最新融资情况	相应估值
Insly	该公司向保险代理人 and 经纪人等提供业务管理工具，利用云技术等新科技，提升保险产品的销售效率	2000 年	2019 年 9 月	A 轮	不详
Kasko	该公司向保险公司提供保险科技服务，提供基于 API 技术的保险产品分发平台，帮助保险公司以更低的成本开发科技产品	2015 年	2017 年 12 月	种子轮	不详
Flamingo Ai	该公司致力于改善用户体验，向企业提供与客户交流的平台，利用 AI 和云技术等手段提升线上销售效率	2013 年	2017 年 12 月	A 轮	不详

资料来源：各公司官网、Crunchbase，国信证券经济研究所整理

在 B2C 类的初创型企业中，典型的例子如 Wefox Group，其战略路径亦比较典型。Wefox Group 先是做平台，在积累了一定的行业经验之后，自建全数码化的保险公司：（1）先打造 Wefox 平台连结保险公司和经纪商以帮助其实现对客户的数字化管理及服务，其目前连结的保险公司多达 300 家，服务的消费者多大 45 万人；（2）成立欧洲第一家全数码化保险公司，One，其愿景是为消费者提供一站式的保险服务，伴随客户一生，帮助处理所有风险。

**表 6：B2C 客户服务**

公司名称	商业说明	创办时间	最新融资时间	最新融资情况	相应估值
wefox group	该公司旨在利用科技手段连结保险企业、销售中介和消费者，打造线上平台，同时在 2018 年建立保险公司	2015 年	2019 年 12 月	B 轮	16.5 亿美元
PolicyPal	该公司向客户提供个性化的财务管理平台，提供财务评审，制定财富计划，帮助客户制定保险计划	2016 年	2018 年 3 月	首次代币发行	不详

资料来源：各公司官网、Crunchbase，国信证券经济研究所整理

综上所述，互联网保险企业虽然可以利用互联网及数据科学等新兴手段，实现轻装上阵，重点突破，但若寻求更长远的发展，打造持续的核心竞争力，路还很长。科技的迅速发展使得各个保险子行业的前景都各有不同，潜在的变数难以预期。以上的种种特征，亦能在我国的互联网保险企业身上体现出来，最典型的例子就是在香港上市的众安在线。

## 互联网保险标的：众安在线

众安在线是中国首家互联网保险科技公司，创立于 2013 年，在 2017 年于港股上市，其使命是“科技驱动金融，做有温度的保险”，其战略是“保险+科技”双引擎驱动，坚持将科技与保险进行全流程的深度融合，用科技赋能保险价值链，并以生态体统为导向（即 B2B2C 模式），通过赋能生态合作伙伴平台，从用户的互联网生活切入，满足用户多元化的保障需求，为用户创造价值；于此同时，在保险业务的运营过程中验证并迭代公司的科技能力，以保险科技输出为互联网保险行业赋能，协助行业的参与者实现数字化转型。

众安在线的以上定位，符合我们在上文中描述的科技型保险企业。在 2019 年，众安在线的总保费位列全国财险市场的第 11 位，在全国互联网非车财险市场持续位于第 1 位。众安在线拥有蚂蚁金服、腾讯控股及平安保险等大型科技企业作为核心股东（根据 2019 年年报，分别持有的股票占比为 19.9%、15.0%、15.0%），董事长为欧亚平先生（持有股票占比为 15.0%）。值得注意的是，“三驾马车”亦同时在扶持其他保险企业，众安保险仍面临着不小的竞争压力。

众安在线主要有三个业务分部，其中保险分部提供各种互联网财产保险，科技分部为客户提供信息技术输出等相关业务，而其他分部包括前述分部以外的实体，例如保险经纪、生命科技，以及虚拟银行，其中虚拟银行在 2019 年尚处于试营业阶段。众安在线整体的营业收入结构如下表所示，主要营业收入由前两个分部贡献，以保险分部为主，而科技输出的营业收入在 2019 年为 2.7 亿元，同比增速为 140%，但占比较小。

表 7：众安在线营业收入数据

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业总收入	802	2,483	3,366	5,535	9,556	15,054
同比		209%	36%	64%	73%	58%
净已赚保费	712	1,922	3,225	4,614	8,800	12,802
同比		170%	68%	43%	91%	45%
交易账户净收入	29	403	-143	419	-223	883
利息及股息收入	61	158	283	419	863	1,069
其他业务收入		0	0	83	116	301

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元)



### 基本业务情况：承保业务盈利在望

众安在线从事的财产险业务众多，涉及到健康险、保证险、意外险、车险以及退货运费险等，其中健康险和退货运费险的增速是最为靓丽的，而保证险和信用险等品种由于会受到经济周期的影响，呈现出较大的波动性，如下表所示。

**表 8：众安在线各产险业务线的历史总保费**

	2016 年	2017 年	同比	2018 年	同比	2019 年	同比
健康险	205,014	938,507	358%	2,365,378	152%	4,634,895	96%
保证险	102,826	818,454	696%	2,267,705	177%	2,938,766	30%
意外险	982,228	1,476,141	50%	2,199,784	49%	1,797,615	-18%
机动车辆险	3,476	77,901	2141%	1,146,030	1371%	1,263,723	10%
信用险	517,613	525,727	2%	1,492,190	184%	440,297	-70%
货运险	59,304	111,792	89%	148,623	33%	203,444	37%
责任险	185,097	426,468	130%	467,179	10%	137,129	-71%
家庭财产保险	15,464	56,674	266%	33,480	-41%	49,963	49%
退货运费险等	1,337,026	1,522,811	14%	1,135,349	-25%	3,163,757	179%
总计	3,408,048	5,954,475	75%	11,255,718	89%	14,629,589	30%

资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理（单位：千元）

分生态来看，众安在线的主要业务生态包括健康、消费金融、生活金融以及车险和航旅等，其中健康生态最为靓丽，在增速较快的同时，总成本率能保持在较低水平，体现出该业务生态与众不同的价值，同时汽车生态的表现亦非常不错，后期总成本率要低于行业平均。

**表 9：众安保险各生态的成本情况**

总保费占比			2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
健康	33%	赔付率	21	21	59	53
		渠道费用占净保费	20	24	24	21
		总成本率	40	45	83	74
消费金融	21%	赔付率	14	56	72	97
		渠道费用占净保费	21	12	18	12
		总成本率	35	68	91	109
汽车	9%	赔付率	17	9	59	55
		渠道费用占净保费	126	39	33	26
		总成本率	143	48	92	80
生活消费	25%	赔付率	66	63	75	76
		渠道费用占净保费	17	22	20	18
		总成本率	84	85	94	94
航旅	9%	赔付率	14	18	10	7
		渠道费用占净保费	81	81	89	87
		总成本率	95	100	99	94
其他	3%	赔付率			88	120
		渠道费用占净保费			43	24
		总成本率			131	143
总计		赔付率	42	60	60	67
		费用率	63	74	61	46
		综合成本率	105	133	121	113

资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理（单位：%；净保费未有减去未到期准备金，但在 2019 年与已赚保费的数据差异不大）

近年来，众安在线主动调整业务版图，并大力推进自有渠道的扩张，使得整体的费用率在显著下降，只是赔付率未有显著改善，拖累了整体保险业务的表现。在赔付率方面，集团主要是受到消费金融、生活消费及其他等三个生态的影响，但在 2019 年集团已经显著改善了业务结构，其中消费金融生态的赔付风险敞口已经得到了控制，相关的总保费和所承包的在贷余额皆同比实现了下降，同时赔付率较高的雇主责任险也已大幅缩减规模。我们预计众安在线在 2020 年会出现承保盈利。

### 科技业务情况：持续构建竞争壁垒

在科技方面，我们首先关注公司研发投入，其次是薪资及人才资源情况，然后我们分析当下公司科技业务的具体情况。

**研发投入：**公司在2019年的相关研发投入达到9.8亿元，占公司总保费的6.7%，相比于海外同业并不算高，预计未来有进一步提升的空间。

**薪资及人才资源：**公司高级管理人员的薪资与同业比较并不算高，在2019年，公司高级管理人员有9人，其中7人的薪资在1百万到2百万人民币之间，2人的薪资要小于1百万人民币。同时，集团共拥有雇员2898名，其中技术雇员1248人，占比43%，产品经理344人，占比12%，营运374人，占比13%，支援572人，占比20%。

**当下的科技业务情况（主要内容摘自公司的年度财报）：**（1）**自有平台业务的建设正加速推进：**在2019年，众安在线加大了对自有平台业务建设和投入，并取得了长足的进步，2019年的付费用户达到150万，实现总保费人民币11亿元，对公司总保费的贡献达到7.6%（2018年：2.0%）。在2019年，公司的相关研发投入达到9.8亿元，占总保费的比例为6.7%，且有进一步提升的空间。公司正在不遗余力地提升自有平台的用户体验，努力打造一站式服务平台，增强用户粘性。自有平台的网络流量对于公司未来的估值而言意义非凡，我们予以重点关注；（2）**提升业务流程的自动化率和智能化率：**公司的承保和理赔的自动化率已分别达到99%和95%以上，在线客服的人工智能使用率已达到85%以上，科技运营实力强健；（3）**构建医疗服务网络，打造智能生态平台：**公司正孵化“暖哇科技”，截止于2019年末，已连接1千多家医院（覆盖28个省），同时互联网医院已上线，为用户提供在线问诊及送药上门的一站式服务，打通健康生态闭环；（4）**保险核心系统“无界山2.0”带来基础设施升级：**公司在2019年新上线的系统架构采取数据化业务中台的理念，在优化保单结构和流程的基础上，实现了全部微服务化和容器化管理，能实现自动扩容和敏捷迭代，增强了公司的运营实力，为未来的进一步扩张打下了良好基础；（5）**持续夯实数据实力和算法技术，为科技实力的提升打好基础，构建护城河：**公司对自有平台的客户数据建立了534项用户标签，通过算法实现了销售引导，实现了用户重复购买比例的提升，至15%，同时基于此，公司积累了业务创新能力、跨生态的合作伙伴连接、大数据用户画像与风控技术等，构建了独特的竞争优势；（6）**科技输出稳步推进，彰显科技实力：**公司向保险公司和互联网平台提供标准化、平台化的产品和解决方案，与互联网平台共同打造互联网生态保险解决方案，并为保险公司打造数字化保险的核心系统或模块。公司在2019年实现科技输出收入约2.7亿元，同比增长140%，签约客户近260家，其中约73%的保险系统产品存续客户于2019年进一步采购了更多的保险系统板块或者对原有板块进行升级。

### 投资建议：估值较低，前景可期

鉴于众安在线在科技输出方面的收入规模有限，同时科技投入的支出预计仍将持续增长，再考虑到相关产业链的竞争格局仍不清晰，所以我们主要对众安在线的保险业务板块予以估值，然后在此基础上，给与科技板块一定的溢价。

基础业务板块的关键假设：

- （1）各财产险业务板块中，健康险和退货运费险继续保持高速增长的态势，其余险种的增速与2019年保持一致；
- （2）未来三年的综合成本率分别为100%/98%/98%；
- （3）考虑到持续的科技投入等开支，未来三年的综合成本/总营运开支的比率



皆为 92%;

(4) 未来三年净已赚保费/总保费的比率皆为 88%;

综合以上假设,在不进行科技投入的情况下,众安在线在 2020 年-2022 年之间的 ROE 分别为 10%/15%/20%,在考虑科技投入的情况下,其未来三年的 ROE 将维持在 2%/4%/6%。众安在线当下的 PB 倍数在 2.4 左右,考虑到公司保险业务的 ROE 维持在较高区位,可以匹配 2.4 倍的 PB 倍数,同时众安在线的保险科技事业在持续推进,已经构建了一定的竞争壁垒,行业地位在持续提升,所以我们认为众安在线当下的估值水平处于较低区位,具有一定的投资价值,给与“买入”评级。

**表 10: 众安在线营业支出及利润数据**

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业总收入	802	2,483	3,366	5,535	9,556	15,054	20,175	27,008	34,895
同比							34%	34%	29%
净已赚保费	712	1,921	3,225	4,614	8,800	12,801	17,672	24,203	31,726
同比		170%	68%	43%	91%	45%	38%	37%	31%
营业总支出	775	2,447	3,400	6,422	11,246	15,389	19,209	25,782	33,450
同比		216%	39%	89%	75%	37%	25%	34%	30%
归母净利润	37	44	9	-997	-1,744	-454	368	670	909
同比								82%	36%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万元)

## 风险提示

第一,疫情影响超预期,或中美摩擦加剧,导致经济下滑超预期;

第二,承保业务的亏损超出预期,限制扩张;

第三,行业竞争加剧,或渠道面临分流压力等。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032