

# 保险

## 保险科技深度研究：纵观全局，未来真正有前景的方向是什么？

观点聚焦

### 投资建议

自 2010 年开始，中国互联网保险的规模经历了爆发式扩张到收缩又重回增长的发展历程。在资本市场，对于保险科技的态度也经历了过度乐观到谨慎再逐步转回乐观的过程。与市场主流观点不同，我们认为尽管各类保险科技相关概念的公司大量涌现，但是真正有盈利前景的方向有限，有投资价值的公司十分稀缺。

我们通过自上而下的分析+产业链的一手深入调研，梳理了中国保险科技产业链的全景式图谱，并将其分为 4 个方向。基于对各个方向的内在商业逻辑和代表公司的商业模式的分析，帮助投资者从全局角度更好的理解中国保险科技的潜在投资机会。我们将在未来的保险科技及保险新业态的系列报告中，进一步详细分析各个方向。相关投资标的：中国平安、众安在线（未覆盖）和慧择（未覆盖）、中科软（未覆盖），以及未上市的泰康在线、水滴、轻松、保险极客、评驾科技、爱保科技、车车科技、i 云保等。

### 理由

**中国互联网保险未来 10 年：从千亿到万亿。** 2019 年中国互联网保费已经达到 2696 亿人民币。按照 25% 的 CAGR 估计（过去 10 年 CAGR 83%），未来 10 年内，我们预计中国互联网保险市场规模将达到 2.5 万亿人民币，相当于 2019 年中国保险行业保费的~58%。互联网保险足够大的规模必然催生出复杂的并且不同于传统保险的新产业链，近年来保险科技公司大量涌现。据我们估计，目前具有一定规模的保险科技产业链公司共有 23 家，合计估值超过千亿元人民币。

**我们对保险科技的 5 个前瞻性判断：** 1) 随着中国保险潜在客户群体的急剧变化，互联网保险对于传统保险模式的替代是不可逆的；2) 互联网保险总体仍是蓝海市场；3) 由于资本的快速涌入和对保险市场理解的不足，在产业链各个细分市场或将出现持续的非理性竞争；4) 包括领先者在内的绝大多数公司仍处于的摸索阶段，未形成稳定清晰的盈利模式；5) 类似于所有金融行业，保险科技的商业模式和盈利前景很大程度上取决于监管政策。

**保险科技产业链的 4 个方向。** 1) 销售端创新，即通过将互联网流量转化销售保单，替代传统的通过代理人或者其他中介渠道获客，典型公司包括慧择、水滴、i 云保、保险师；2) 产品创新，包括基于传统保险产品的改进（如百万医疗）和基于新场景的创新型产品（如网购退货运费险）；3) 中后台技术创新，即销售以外环节的线上化和技术应用，用以控制理赔成本、降低运营成本、提升用户体验、数据价值挖掘和变现。其商业模式最为多样，典型公司如爱保科技。4) 互助平台，是平行于商业保险的新模式，典型公司包括水滴、相互宝。

**销售端创新是最有价值的方向。** 中国保险市场仍在发展的较早阶段，把保单卖出去仍是所有公司最核心的痛点，因此也是成本最高环节（赔付外最大的成本项）。2019 年保险行业的销售成本高达 5503 亿人民币，规模接近行业利润总额的 2 倍。较大的销售成本和传统销售模式的低效率决定了销售端创新是空间最大也是最有可能持续盈利的方向。销售环的小幅度改善，即可带来行业盈利的提升。

### 盈利预测与估值

维持各公司盈利预测和目标价不变。

### 风险

针对保险科技的监管加严。行业竞争加剧。

### 田昶

分析员  
SAC 执证编号：S0080517100002  
SFC CE Ref: BKY217  
dan3.tian@cicc.com.cn

### 薛源

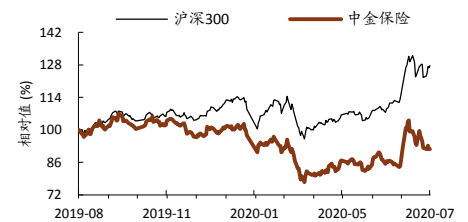
分析员  
SAC 执证编号：S0080519030001  
SFC CE Ref: BNF072  
yuan.xue@cicc.com.cn

### 毛晴晴

联系人  
SAC 执证编号：S0080120040014  
qingqing.mao@cicc.com.cn

### 王瑞平

分析员  
SAC 执证编号：S0080517120002  
SFC CE Ref: ALE841  
victor.wang@cicc.com.cn



### 相关研究报告

- 友邦保险-H | 2020 年上半年业绩预览：香港与东盟市场或仍面临挑战 (2020.07.31)
- 保险 | 中报预览：新业务和利润增速低点，继续看多保险板块 (2020.07.23)
- 保险 | 点评优化保险公司权益类资产配置监管通知：实际影响有限 (2020.07.19)
- 保险 | 点评车险综合改革指导意见征求意见稿 (2020.07.10)
- 友邦保险-H | 内地“分转子”获批，对友邦意味着什么？ (2020.06.22)
- 保险 | 下一个十年，长期投资保险股的收益来自哪里？ (2020.06.18)

## 目录

<b>中国互联网保险未来 10 年：从千亿到万亿</b> .....	<b>4</b>
保险科技产业链实现快速的螺旋向上式的发展.....	4
10 年后，预计互联网保险市场规模将达到 2.5 万亿人民币，复合增速高达 25%.....	4
保险科技产业链的代表公司合计市值超过千亿人民币，投资机会值得关注.....	5
<b>对于保险科技产业链的 5 个前瞻性判断</b> .....	<b>7</b>
中国保险潜在客户群体急剧变化，互联网对传统模式的替代是不可逆的.....	7
未来互联网保险的增量同时来自于切分部分传统保险产品的增量（新业务）和互联网独有的新产品.....	8
<b>保险科技产业链图谱：4 大方向和代表公司</b> .....	<b>11</b>
保险科技产业链的 4 大方向.....	11
方向 1：销售端创新.....	12
方向 2：产品创新.....	13
方向 3：中后台创新.....	14
方向 4：互助平台.....	16
<b>纵观全局，未来真正有前景的方向是什么</b> .....	<b>17</b>
从投资的角度看，销售端创新是保险科技最有价值的投资方向.....	17
销售端创新：增长潜力大，盈利确定性高.....	17
产品创新：增长潜力大，盈利不确定性较大.....	19
中后台创新：绝对规模有上限，取决于竞争格局和监管政策.....	21
<b>附录：各类保险科技公司汇总</b> .....	<b>23</b>

## 图表

图表 1：技术应用周期和监管周期推动互联网保险行业实现快速的螺旋向上发展.....	4
图表 2：中性假设下，预计 10 年后互联网保险的规模将达到 2.5 万亿人民币.....	5
图表 3：部分保险科技公司（未包括传统保险公司）的创新方向.....	6
图表 4：典型互联网保险公司慧择的客户画像.....	7
图表 5：未来 10 年，随着数量更大、受教育程度更高、收入更高的 80 后和 90 后年龄段人口逐步跨入中产阶层，中国互联网保险的目标客群将快速增长.....	8
图表 6：预计 2020 年中国中产家庭数量占总家庭数比例从 2010 年的 7% 提升至 30%，收入水平的提升将推动互联网保险快速发展.....	8
图表 7：2018 年至今上市公司传统代理人渠道新单保费负增长.....	8
图表 8：互联网保险产品创新的两个方向.....	9
图表 9：对于不同类型产品，互联网的渗透率差别较大：标准化+有互联网场景的产品易于被线上化.....	9
图表 10：2019 不同产品类型的互联网保险渗透率：不同产品差别较大.....	10
图表 11：保险科技行业产业链的 4 大方向对应的公司（部分）.....	11
图表 12：三大方向综合对比.....	12
图表 13：销售端经营模式示意图.....	13
图表 14：部分创新型互联网保险产品梳理.....	14
图表 15：中后台经营模式示意图.....	16
图表 16：部分典型的互助平台（数据更新至 2020 年 7 月 27 日）.....	16
图表 19：人身险公司 2019 年收入及成本拆分：除赔付外，销售成本是最大的成本项.....	18
图表 20：财险公司 2019 年收入及成本拆分：除赔付外，销售成本是第二大成本项.....	18
图表 21：中国财险 2019 年销售成本为 779 亿人民币，是除赔付支出外的最大成本项.....	18

图表 22: 中国人寿 2019 年销售成本为 814 亿人民币，是除赔付支出外的最大成本项 .....	18
图表 23: 长期保障类产品、储蓄类产品及车险首年保费拆分：销售成本较大 .....	19
图表 24: 销售端创新的典型案例 .....	19
图表 25: 典型的创新型产品的保费快速增长 .....	20
图表 26: 互联网财险市场竞争逐渐激烈 .....	20
图表 27: 众安的渠道费用率远高于中国财险和平安财险 .....	20
图表 28: 产品创新的典型案例 .....	21
图表 29: 2019 年中国财险的运营成本为 93 亿人民币，远小于销售成本 779 亿人民币 .....	22
图表 30: 2019 年中国人寿的运营成本为 403 亿人民币，远小于销售成本 814 亿人民币 .....	22
图表 31: 中后台创新的典型案例 .....	22
图表 31: 可比保险科技公司估值表 .....	22
图表 32: 部分代表性销售端创新方向公司汇总 .....	23
图表 33: 专注于产品创新方向四家专业互联网财险公司 .....	24
图表 34: 部分代表性中后台创新方向公司汇总 .....	25

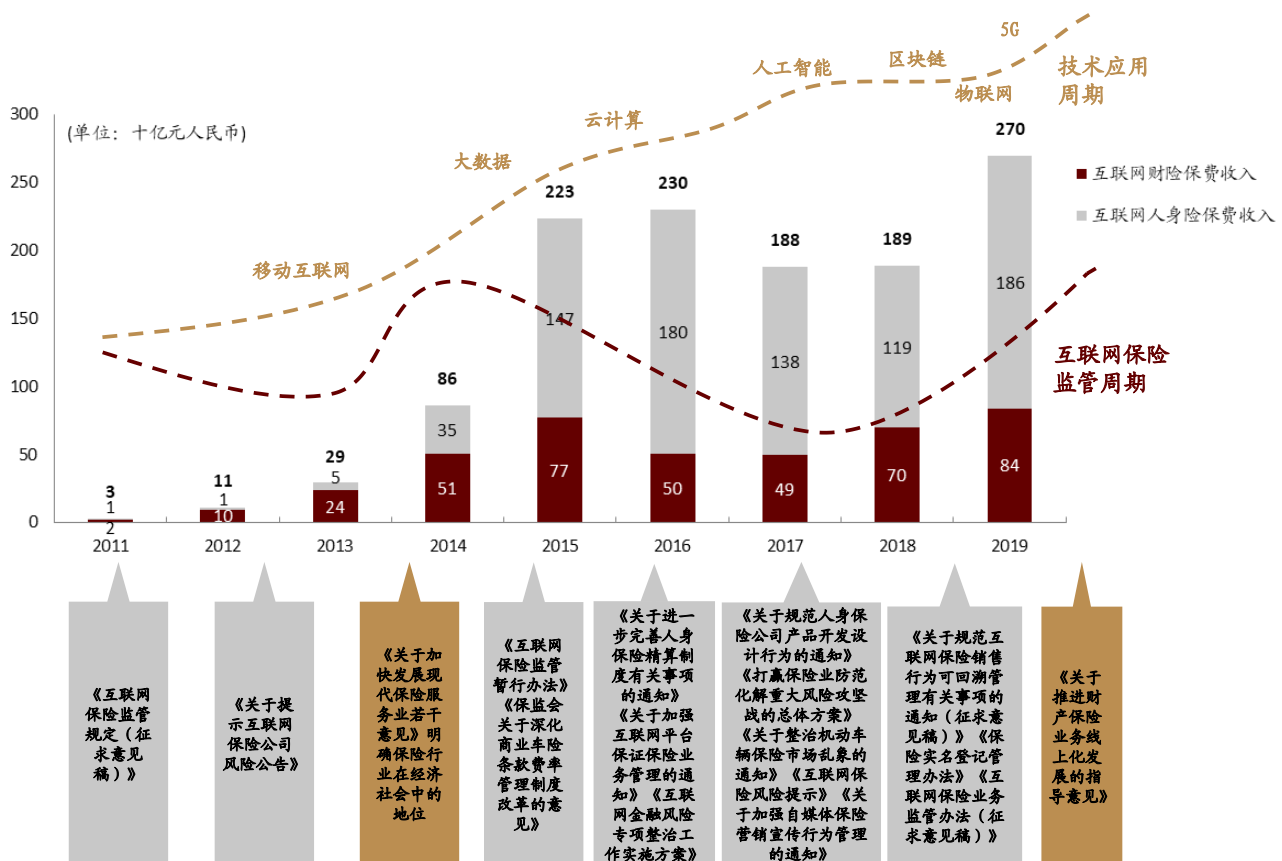
## 中国互联网保险未来10年：从千亿到万亿

### 保险科技产业链实现快速的螺旋向上式的发展

如图1，在技术应用周期和监管周期的共同推动下，中国互联网保险的规模经历了爆发式扩张到收缩又重回增长的螺旋向上式的发展历程。技术应用的增加是互联网保险发展的源动力，监管则是行业发展的扰动因素，如2015年车险费改导致互联网车险的价格优势逐渐消失（此前互联网车险价格较线下销售渠道低15%），互联网财险保费开始下降。在资本市场，对于互联网保险的态度也经历了过度乐观到谨慎再逐步转回乐观的过程。

根据中保协，2011-19年互联网保险的总保费实现83%的复合增速，2019年已经达到2696亿人民币，互联网渗透率（定义为互联网保费占行业总保费比例）为6.3%。从保费规模角度看，中国互联网保险大约相当于中国第二大保险集团平安集团的三分之一。互联网保险行业的快速发展催生出一条较为复杂的产业链，商业模式各异的公司大量涌现，参与到互联网保险的各个环节（包括销售、核保、理赔、风控等）。

图表1：技术应用周期和监管周期推动互联网保险行业实现快速的螺旋向上发展



资料来源：保险行业协会，银保监会，中金公司研究部

### 10年后，预计互联网保险市场规模将达到2.5万亿人民币，复合增速高达25%

我们预计互联网保费将实现中长期的快速增长。按照25%的CAGR的中性估计（过去10年CAGR 83%），未来10年内，中国互联网保险市场规模将达到2.5万亿人民币，相当于2019年保险行业保费的~58%。可以说，未来10年互联网保险的发展将再造半个保险市场。

我们从2个维度来看互联网保险市场的增长驱动因素：1) 从客户角度来看，随着年轻、教育程度高、主动保障意识高、习惯在线消费的群体到达保险消费年龄段，我们认为互联网保险的目标客群正在快速扩张。2) 从产品来看，未来10年互联网保险的增量同时来自于切分部分传统保险产品的增量（新业务）和互联网保险独有的新产品。对于这两个增长驱动因素的判断详见后文5个前瞻性判断部分。

图表2：中性假设下，预计10年后互联网保险的规模将达到2.5万亿人民币

人民币十亿元	2019a	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2020-2029 CAGR
<b>乐观情景</b>												
互联网保险行业总保费收入	270	377	528	713	963	1,252	1,628	2,034	2,543	3,052	3,662	
增长率假设		40%	40%	35%	35%	30%	30%	25%	25%	20%	20%	30%
互联网保险渗透率	6%	8%	11%	13%	17%	20%	25%	29%	34%	39%	45%	
<b>中性情景</b>												
互联网保险行业总保费收入	270	364	491	639	830	1,038	1,297	1,557	1,868	2,149	2,471	
增长率假设		35%	35%	30%	30%	25%	25%	20%	20%	15%	15%	25%
互联网保险渗透率	6%	8%	10%	12%	14%	17%	20%	22%	25%	28%	30%	
<b>悲观情景</b>												
互联网保险行业总保费收入	270	350	456	570	712	854	1,025	1,179	1,356	1,491	1,640	
增长率假设		30%	30%	25%	25%	20%	20%	15%	15%	10%	10%	20%
互联网保险渗透率	6%	8%	9%	11%	12%	14%	16%	17%	18%	19%	20%	
保险行业总保费收入	4,265	4,606	4,974	5,372	5,748	6,150	6,581	6,976	7,394	7,764	8,152	
增长率假设		8%	8%	8%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	7%

资料来源：保险行业协会，中金公司研究部 注：互联网保险渗透率 = 互联网保费 / 行业总保费

### 保险科技产业链的代表公司合计市值超过千亿人民币，投资机会值得关注

如图3，据我们估计，目前具有一定规模（有公开估值数据且在10亿人民币以上，或有较大融资历史）的保险科技产业链公司共有23家。根据最新融资和可比估值，我们估算当前具有一定规模的保险科技产业链公司的合计市值超过千亿人民币。考虑到其规模和较高的增长潜力，我们认为需关注保险科技行业的投资机会。

图表3：部分保险科技公司（未包括传统保险公司）的创新方向

	销售端创新	产品创新	中后台创新	互助平台
众安在线	✓	✓	✓	
中科软			✓	
泰康在线	✓	✓		
水滴	✓			✓
轻松	✓			✓
慧择	✓			
易安财险	✓	✓		
保险极客			✓	
评驾科技			✓	
安心财险	✓	✓		
大特保	✓		✓	
小雨伞	✓			
众惠相互	✓			✓
爱保科技			✓	
悟空保险	✓			
多保鱼	✓			
车车科技	✓		✓	
小帮规划	✓			
i云保	✓			
力码科技			✓	
南燕保险			✓	
豆包网			✓	
暖哇科技			✓	

资料来源：Wind，中金公司研究部



## 对于保险科技产业链的 5 个前瞻性判断

我们对保险科技的 5 个前瞻性判断为：

- ▶ 随着中国保险潜在客户群体的急剧变化（年轻、教育程度高、主动保障意识高、习惯在线消费的群体到达保险消费年龄段），互联网对于传统保险模式的替代是不可逆的；
- ▶ 在未来 10 年，互联网保险的增量同时来自于切分部分传统保险产品的增量（新业务）和互联网保险独有的新产品，互联网保险总体仍是蓝海市场，尽管直接切分传统保险产品的存量较为困难；
- ▶ 由于资本的快速涌入和对保险市场理解的不足，在产业链各个细分市场或将出现持续的非理性竞争；
- ▶ 在产业链内各个细分市场中，包括领先者在内的绝大多数公司仍处于的摸索阶段，未形成稳定清晰的盈利模式；
- ▶ 和所有的金融业务一样，保险科技的商业模式和盈利前景很大程度上决定于监管政策。

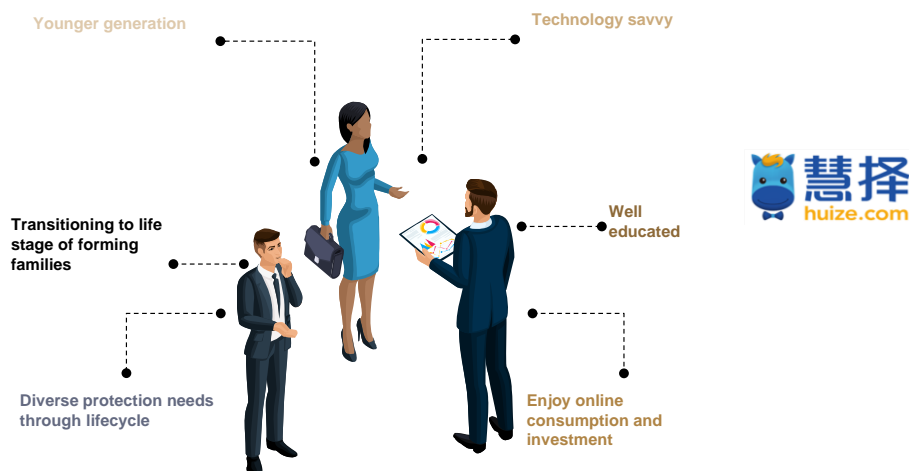
### 中国保险潜在客户群体急剧变化，互联网对传统模式的替代是不可逆的

潜在客户是否是有自发购买保险的意愿是互联网保险能否成交的关键。如果一个客户有自发的购买保险需求，则互联网保险通常可以提供更优惠的报价和更便捷的服务。但是如果一个客户并无自发购买保险的需求，则互联网保险很难主动触达并转化这类客户，相反，更为主动的传统保险的销售渠道更有可能接触并挖掘这些客户的潜在需求。

随着年轻、教育程度高、主动保障意识高、习惯在线消费的群体到达保险消费年龄段，我们认为互联网保险的目标客群正在快速扩张。如 90 后中具有大专及以上学历的人口数量占比相对 70、80 后快速提升，中国中产阶级家庭数量也在快速扩张。未来 10 年，随着 00 后逐步接近 30 岁，我们预计大量的新客户将会选择通过互联网保险来满足保险需求。

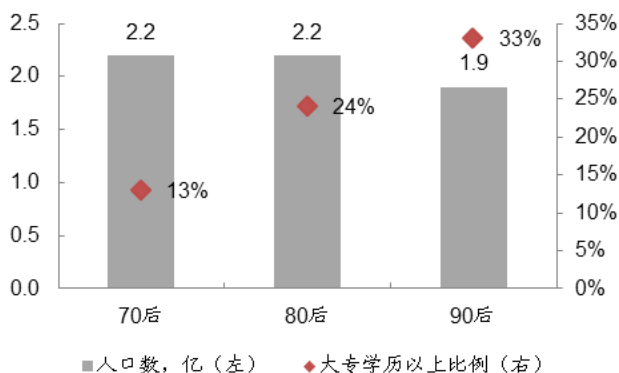
从客户画像来看，互联网保险客群特征明显，以慧择为例：1）年轻一代，慧择的寿险和健康险的投保人的平均年龄为 32 岁。2）收入较好，慧择 55.7% 的客户来自高线城市。3）教育程度较好。4）喜欢线上消费和投资。5）对价格比较敏感。

图表 4：典型互联网保险公司慧择的客户画像



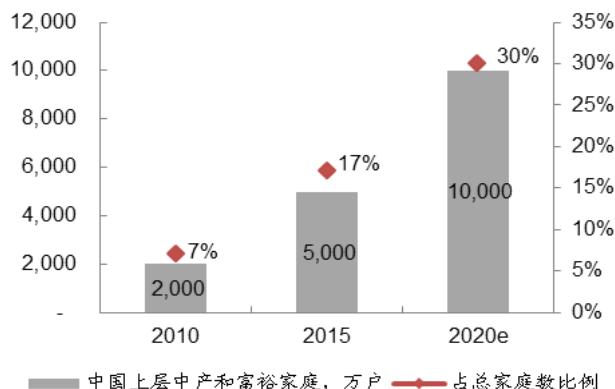
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表5：未来10年，随着数量更大、受教育程度更高、收入更高的80后和90后年龄段人口逐步跨入中产阶层，中国互联网保险的目标客群将快速增长



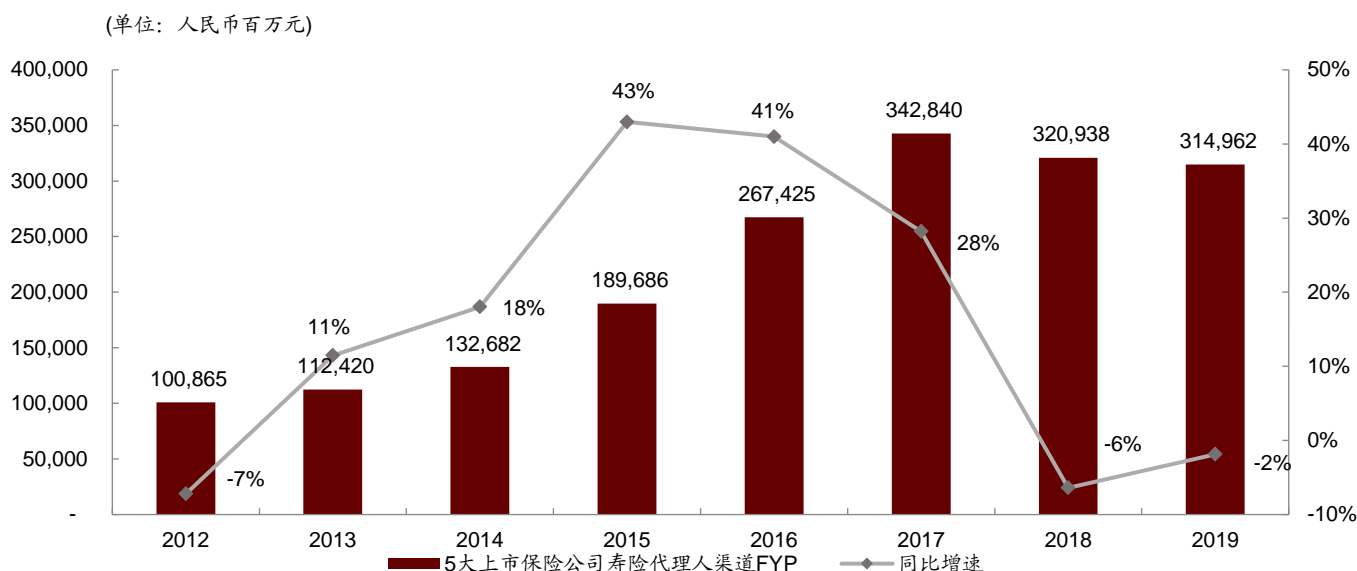
资料来源：中国统计年鉴，中金公司研究部

图表6：预计2020年中国中产家庭数量占总家庭数比例从2010年的7%提升至30%，收入水平的提升将推动互联网保险快速发展



资料来源：BCG，中金公司研究部  
注：中产家庭指家庭可支配收入在12500元以上

图表7：2018年至今上市公司传统代理人渠道新单保费负增长



资料来源：公司公告，中金公司研究部 注：五大保险公司为中国平安、中国人寿、中国太平、太平洋保险和新华保险

未来互联网保险的增量同时来自于切分部分传统保险产品的增量（新业务）和互联网独有的新产品

从产品来看，未来10年互联网保险的增量同时来自于切分部分传统保险产品的增量（新业务）和互联网保险独有的新产品。从市场增长角度，我们将保险创新分为两类：

- ▶ 切分部分传统保险产品的增量（新业务）：通过互联网销售的传统产品（如重疾险、车险等）。对于这类产品，我们认为实质上传统产品的互联网化并把销售渠道从线下到线上的迁移，其增长驱动力为不断增长的愿意网上购买保险的人群和互联网平台不断提

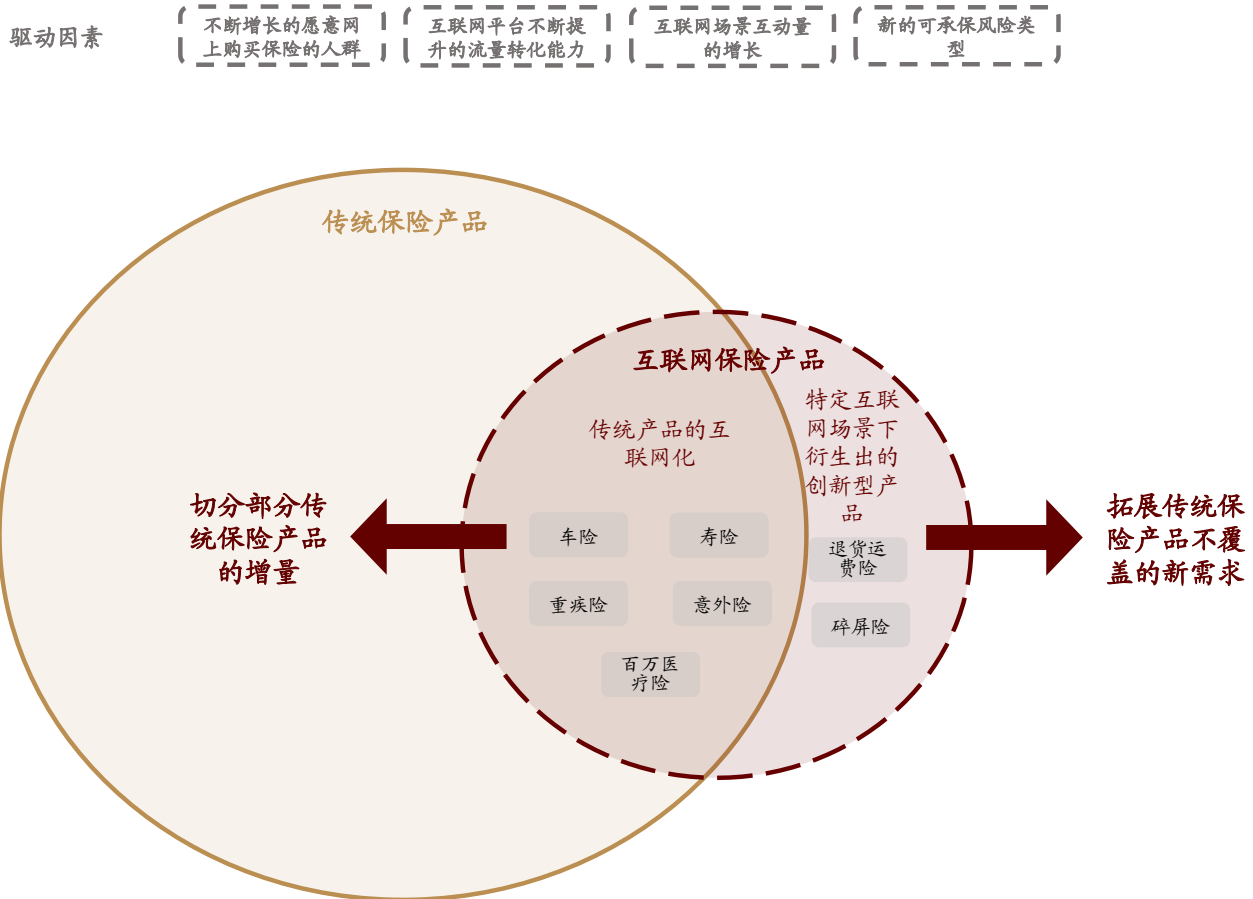


升的流量转化能力。

- ▶ 拓展传统保险产品不覆盖的新需求：特定互联网场景下衍生出的创新型保险产品，如退货险和互联网信用保证保险等。这部分业务覆盖了传统保险产品不保障的新的风险类别，是保险业的净增量。对于创新型互联网保险产品，其未来增长空间来自于更多的互联网场景的互动量（如在线购物金额的增长）和新的可承保的风险的类型。

不同类型传统保险产品互联网化的进程和难度不同，标准化产品在前期更容易被互联网切分，复杂的非标准化产品在未来也有互联网化的较大潜力。（如图10）。

图表8：互联网保险产品创新的两个方向



资料来源：中金公司研究部

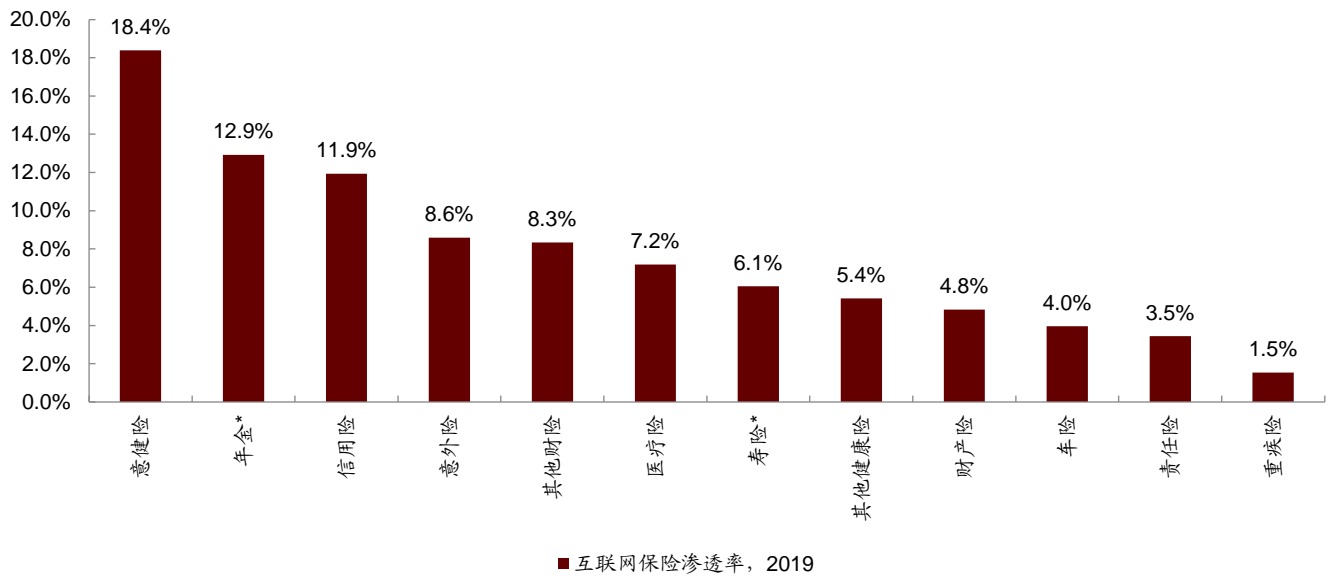
图表9：对于不同类型产品，互联网的渗透率差别较大：标准化+有互联网场景的产品易于被线上化

人身险（单位：人民币十亿）	寿险*	年金*	健康险			意外险	合计
			医疗险	重疾险	其他		
行业保费收入，2019	2,002.4	273.0	201.1	353.6	67.9	64.9	2,962.9
互联网渠道保费收入，2019	121.3	35.3	14.5	5.4	3.7	5.6	185.8
渗透率，2019	6.1%	12.9%	7.2%	1.5%	5.4%	8.6%	6.3%
财险（单位：人民币十亿）	车险	意健险	财产险	责任险	信用险	其他	合计
行业保费收入，2019	818.8	136.7	55.5	75.3	84.4	130.9	1,301.6
互联网渠道保费收入，2019	32.5	25.1	2.7	2.6	10.1	10.9	83.9
渗透率，2019	4.0%	18.4%	4.8%	3.5%	11.9%	8.3%	6.4%

资料来源：互联网保险运行报告，银保监会，中金公司研究部

注：互联网保险渗透率 = 互联网保费/行业总保费；年金和寿险数据为估计值，年金和寿险行业保费数据是通过银保监会披露的二者合计值以上市保险公司中年金和寿险比例拆分得到的估计值

图表 10：2019 不同产品类型的互联网保险渗透率：不同产品差别较大



资料来源：互联网保险运行报告，银保监会，中金公司研究部

注：互联网保险渗透率 = 互联网保费 / 行业总保费；其他健康险包括健康险中除重疾险与医疗险以外的其他险种，年金和寿险行业保费数据是通过银保监会披露的二者合计值以上市保险公司中年金和寿险比例拆分得到的估计值

## 保险科技产业链图谱：4大方向和代表公司

### 保险科技产业链的4大方向

总体来看，按照在保险经营中参与环节不同，我们认为当前中国保险科技产业链存在4大方向，即销售端创新、产品创新、中后台创新、互助平台：

- ▶ **销售端创新**：即通过将互联网流量转化销售保单，替代传统的通过代理人或者其他中介渠道获客，典型公司包括水滴、慧择、保险师。
- ▶ **产品创新**：即互联网保险独有的创新型产品/服务（如众安开发的百万医疗）或基于互联网场景的新产品/服务（华泰保险开发的退货运费险、手机碎屏险）。
- ▶ **中后台创新**：包括承保、风控、理赔、运营、客服、数据应用等，即销售以外环节的线上化和技术应用，用以控制理赔成本、降低运营成本、提升用户体验、数据价值挖掘和变现。其商业模式最为多样，主要包括精准定价、帮助理赔和风控、云服务与数据服务、基于新技术的新型健康服务。典型公司包括爱保科技。
- ▶ **互助平台**：其是平行于整个保险产业（包括传统保险和互联网保险）的商业模式。典型公司包括水滴、相互宝、轻松。互助平台是平行于整个保险产业的商业模式，我们将在以后的专题深度报告中单独讨论。

图表 11：保险科技行业产业链的4大方向对应的公司（部分）



资料来源：公司官网；中金公司研究部

图表 12：三大方向综合对比

主要方向	模式	细分方向	解决的痛点	盈利模式	风险	代表公司
销售端创新	通过将互联网流量转化销售保单，替代传统的通过代理人或者其他中介渠道获客。	1) To C，通过各种方式吸引个人客户到自己的平台购买保险，从而赚取佣金。	1) 降低传统渠道的销售成本； 2) 解决中小保险公司缺乏有效渠道的问题。	经营利润=收到保险公司的佣金-获客成本-运营成本	针对微信公众号销售保单的监管加强、独立代理人制度发展低于预期	择的To C业务、水滴
		2) To B，这类公司通过机构或者意见领袖（如微信公众号等）引流到自己的平台，公司提供产品出单服务赚取通道费用。		经营利润=机构或者意见领袖的出单量*佣金率*这类公司的分成比例-运营成本		慧择的To B业务
		3) To A，协助代理人展业，分享代理人收到的佣金。		经营利润=使用的代理人数量*人均出单数*件均保费*佣金率*这类公司的分成比例-运营成本		保险师、i云保
产品创新	这类公司提供互联网保险独有的创新型产品/服务或基于互联网场景的新产品/服务。	1) 基于传统保险产品的改进	开发新的保险需求和保费增长点。	赚取承保利润（取决于保费和综合成本率）和投资收益	缺乏对渠道的控制导致销售成本高	众安在线、泰康在线、易安财险和安心财险
		2) 基于新场景的创新型产品				
中后台技术创新	这类公司提供销售以外环节的线上化和技术应用（包括承保、风控、理赔、运营、客服、数据应用等）。	1) 精准定价，即运用经验及数据优势帮助保险公司优化产品定价。	帮助保险公司控制理赔成本、降低运营成本、提升用户体验、数据价值挖掘和变现。	主要收入来自提供定价支持服务收取的费用	竞争加剧及监管政策变动压缩承保盈利的提升空间；不能获得稳定、充足的数据来源来取得相对优势	评驾科技、车车车险
		2) 帮助理赔和风控，即针对特定领域的行业壁垒，运用经验优势为保险公司提供事前风控与事后协助理赔服务。		主要收入来自提供理赔及风控协助服务，从保险公司收取的技术服务费		商涌科技、栈略数据和敬之网络
		3) 云服务与数据服务，即通过云服进行线上系统租借或搭建。有部分公司同时提供大数据服务。		主要收入来自以云服务的形式租借或定制系统所收取的会员费和服务费，部分公司同时提供数据服务并赚取服务费，研发支出和运营成本是这类公司的主要成本		众安科技、保险极客、中科软、豆包网和南燕保险
		4) 基于技术的新型健康服务，即接管发出理赔请求的保单并直接对接医疗机构提供健康服务。		主要收入来自按照接管保单数量收取的服务费。部分健康服务机构开始利用理赔数据参与产品设计并反向卖给保险公司取得收入		暖哇科技、圆心惠保和易雍健康

资料来源：中金公司研究部

### 方向 1：销售端创新

按照直接对接的客户类型不同，销售端创新的商业模式可分为 To C、To B 和 To A：

#### To C

这类公司通过各种方式吸引个人客户到自己的平台购买保险，从而赚取佣金。其基本的盈利模式为， $经营利润 = 收到保险公司的佣金 - 获客成本 - 运营成本$ 。根据引流方式的不同，可以分为 2 类：1) 通过精准广告（如百度、网页等）引流。2) 设立筹款或者互助机构，进行引流。

- ▶ 通过精准广告（如百度、网页等）引流：这类公司在搜索引擎或者各种平台上投放广告，潜在客户点击广告则被引流到公司网站。随后公司推销保险产品。这类公司的  $经营利润 = 流量 * 转化率 * 件均佣金 - 流量成本 - 运营成本$ 。对这类公司，平衡流量的质量和费用是盈利的关键，即获得优质流量（从而提升转化率）的同时控制广告费用。典型公司包括慧择的 To C 业务、小雨伞等。
- ▶ 设立筹款或者互助机构，进行引流：这类公司前期设立筹款或者互助机构，吸收大量有保障需求的人群。随后向这类人群推销保险产品。这类公司的  $经营利润 = 用户数 * 转化率 * 件均佣金 - 运营成本$ 。由于此场景下优秀公司的用户数大、获取流量的边际成本

低，因此盈利能力强。对这类公司，前期筹款或者互助机构能否吸引大量用户和转化效率是决定随后保险业务规模的关键。典型的公司包括水滴、轻松等。

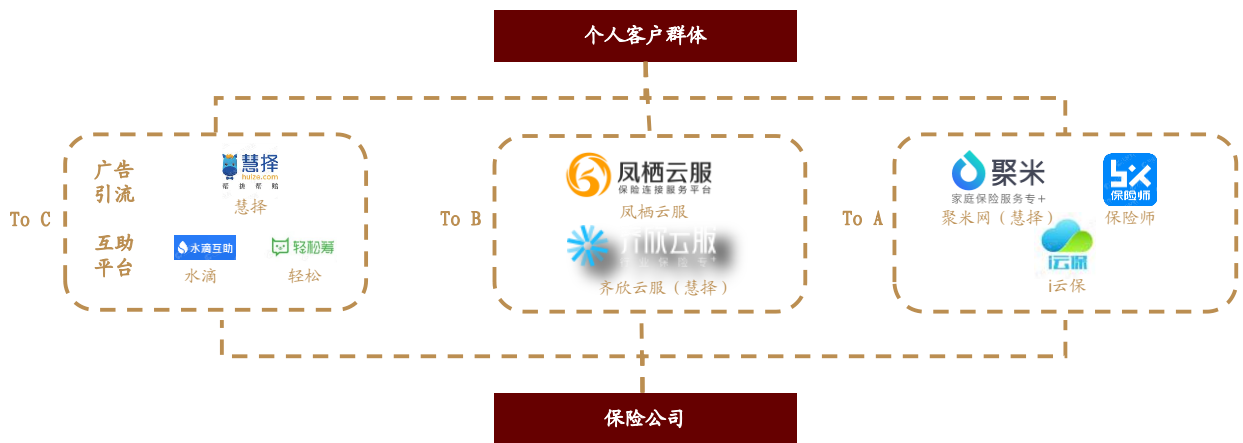
**To B**

这类公司通过机构或者网红（如微信公众号等）引流到自己的平台。在这种模式中，机构或者网红进行获客，随后在这类公司的平台上出单。本质上这类公司并不负责获客，而是只充当获客后的服务平台（产品出单），从而获取费用。这类公司的经营利润=流量\*转化率\*件均佣金\*平台留存比例-运营成本。本质上的商业模式是通过提供牌照、产品、运营和部分销售服务来获取收入。对这类公司，平台留存比例受挤压的过程中（因为网红分得的佣金比例可能提升），通过提高转化效率和控制运营成本是盈利能力的关键。典型公司包括慧择的 To B 业务（即齐欣云服）、凤栖云服等。

**To A**

这类公司建立帮助保险代理人展业的 app，吸引代理人在 app 上展业，分享代理人收到保险公司的佣金。其基本的盈利模式为，经营利润=使用的代理人数量\*人均出单数\*件均佣金\*平台分成比例-运营成本。典型公司包括保险师、i 云保等。

图表 13：销售端经营模式示意图



资料来源：公司官网；中金公司研究部

**方向 2：产品创新**

产品创新包括基于传统保险产品的改进（如众安开发的百万医疗、车险）和基于新场景的创新产品（华泰保险开发的退货运费险、手机碎屏险、酒店退订险）。产品创新的载体主要是专业互联网公司（如众安等），近年来传统保险公司（如平安、人保）也在积极拓展此类业务。

- ▶ 基于传统保险产品的改进：原有保险产品的创新最好的例子就是众安在 2015 年推出的百万医疗，通过免赔额实现了低价+高额保障，大幅拓展了传统的重疾险和中端短期医疗险以外的保险需求。需要注意的是，此类业务和传统的保险产品具有一定的替代关系，例如百万医疗的快速扩张客观上蚕食的部分低保额重疾险的市场。
- ▶ 基于新场景的创新型产品：传统商业保险场景（保障的风险类型）较为固定，包括死亡、重疾、长寿、医疗费用、汽车损坏、伤人责任、财产损失等。事实上，仍有很多日常生活中的风险和基于新生活方式带来的新的风险类型并未被传统保险产品覆盖，包括航班延误、网购退货费用、酒店退订损失等等，而基于这些潜在保障需求而开发



的创新产品则有效的捕捉到了这些业务机会，前提是技术或者场景本身的特性将承保的成本控制在有盈利空间的水平。需要注意的是，此类业务和传统保险产品没有重叠，对保险业来说这些产品带来的保费是净增量。

图表 14：部分创新型互联网保险产品梳理

分类	产品类别	典型产品	发行公司	创新点
基于传统险种的创新	创新医疗险	众安尊享e生2020	众安在线	客群区分：无吸烟史可享受优选费率
		i康保百万医疗险（慢病版）	中国平安	承保范围扩展：高血压、糖尿病患者可以投保
		众安尊享e生2019	众安在线	保障内容扩展：可选特需医疗
		平安e生保2020	中国平安	保障内容扩展：提供癌症第三方诊疗服务
	创新重疾险	百年康惠保	百年人寿	高性价比：价格低于同类型产品。以30岁男性、50万保额、30年缴费期衡量，康惠保价格均在5000元以下，而其他产品的价格区间普遍在5000-7000元价格区间
		复星联合达尔文1号	复星联合健康	承保范围扩展：十二指肠溃疡患者可投保
		昆仑健康保2.0	昆仑人寿	扩展保障内容：成人特疾额外赔付
	创新财产保险	平安手机碎屏保	中国平安	全新承保标的：手机屏幕
		全屋家电延长保修保险	中国人保	保障范围扩展：家电保修期
	创新责任险	宠物责任险	中国人保	保障范围扩展：宠物责任
场景化产品和其他创新险种	场景化产品	退货运费险	华泰财险	基于网络购物场景
		众安航班延误险	众安在线	基于出行场景
		众安携程航空意外险	众安在线	基于出行场景
	其他创新险种	百万回家保	中国人保	基于特定场景：春运
		出行天气保障（赔偿）	天气宝	全新承保标的：天气
		企业网络安全保险	太平洋保险	承保范围扩展：互联网风险
		网络安全保险	安恒信息	承保范围扩展：互联网风险
		童安保儿童防走失计划	众安在线	承保范围扩展：儿童走失风险

资料来源：公司官网，中金公司研究部

### 方向 3：中后台创新

中后台创新的商业模式最为多样。这类公司主要通过给为保险公司提供技术服务或承接外包业务从而赚取服务费，部分保险公司通过自主研发对中后台赋能提高承保利润。其业务模式主要包括以下四种模式：1) 精准定价。2) 帮助理赔和风控。3) 云服务与数据服务。4) 基于技术的新型健康服务。

- ▶ **精准定价**：这类公司基于在特定领域的的数据及经验优势为保险公司提供定价支持服务，帮助保险公司实现精准化定价。主要收入来自提供定价支持服务收取的费用。我们认为商用车费改和 5G 及物联网的应用将推动这块应用在车险业务上落地。能否获得稳定的数据来源是决定该领域公司能否取得竞争优势的关键。比如，评驾科技通过为 OBD 硬件厂商提供数据分析服务从而获取海量驾驶行为数据，再利用自身数据优势为保险公司提供定价支持服务。车车科技通过与保险公司合作获得车险产品的报价数据，为用户提供车险比价及保单销售服务，同时也利用自身在产品报价数据方面的优势为保险公司提供精准定价支持服务。
- ▶ **帮助理赔与风控**：这类公司利用数据和经验优势为保险公司提供事前风控与事后协助理赔服务。事前风控主要是以数据分析服务的形式提供，基于保险公司的保单数据进行客户风险分析，如：爱保科技。事后理赔协助服务主要有两种，第一种是消除理赔过程中的信息不对称从而有效识别欺诈行为；第二种是通过数据服务协助稽核人员高效完成理赔处理，如：栈略数据。其主要收入来自提供理赔及风控协助服务，从保险



公司收取的技术服务费。除了互联网创业公司外，当前部分保险公司也在发展这块业务，如平安和人保开发的AI车险查勘定损。

- ▶ 云服务与数据服务：这类公司为保险公司和保险经纪公司等提供信息化服务或数据服务，主要业务模式方式有：1) 为公司开发信息化平台并收取会员费。2) 为公司定制信息化系统并收取服务费用。3) 为公司提供数据服务并收取服务费用。主要收入来自以云服务的形式租借或定制系统所收取的会员费和服务费，部分公司同时提供数据服务并赚取服务费，研发支出和运营成本是这类公司的主要成本。这一领域的增长潜力较高（互联网时代保险公司信息化服务需求增长）且存在进入壁垒（云服务模式需要投入大量的研发费用且具有较强的用户粘性）。典型公司包括众安科技、保险极客、中科软、豆包网和南燕保险等。
  
- ▶ 基于技术的新型健康服务：这类公司基于互联网、区块链等科技技术，同时对接保险公司与医疗机构，在被保险人发生理赔请求时接管保险公司的后续工作，直接与相关医疗机构对接，授权医疗开展治疗活动并结算医疗费用。其主要收入来自按照接管保单数量收取的服务费。部分健康服务机构开始利用理赔数据参与产品设计并反向卖给保险公司取得收入。健康险的快速发展和监管的支持推动这类公司实现较快发展。典型公司包括暖哇科技、圆心惠保和易雍健康等。

图表 15：中后台经营模式示意图



资料来源：公司官网；中金公司研究部

#### 方向 4：互助平台

互助平台是指用户加入后，用户之间互相提供保障，当某一用户罹患保障范围内的疾病时，其他用户共同分摊其保障金额。由于互助行为具有更多的公益色彩（不同于保险行为中保险公司以盈利为目的提供保障），用户在互助平台上获取保障的费用低于购买一份同等保障的商业保险的保费，使得互助这一形式能够很好的满足对于传统商业保险支付能力不足的群体的保障需求，同时获取可观的用户流量，典型公司包括相互宝、水滴、轻松。支付宝 2018 年 11 月在 app 中推出互助平台相互宝，凭借支付宝 app 的流量优势，相互宝注册用户数量快速增长，截至 2020 年 7 月已达 1.05 亿人。互助平台是平行于整个保险产业（包括传统保险和互联网保险）的商业模式，我们将在以后的专题深度报告中单独讨论。

图表 16：部分典型的互助平台（数据更新至 2020 年 7 月 27 日）

平台	成立时间	主要产品	注册会员，万	主要背景或股东
相互宝	2018.11	大病互助计划	10,531	支付宝
水滴互助	2016.4	健康人群抗癌互助计划，大爱互助计划，综合意外互助计划	10,450	腾讯
e互助	2014.7	抗癌互助计划，意外互助计划，车友互助计划	321	泛华金控
壁虎互助	2015.1	全民互助计划	236	n.a.
夸克联盟	2014.7	夸克大病互助计划（中青年），夸克大病互助计划（老年），夸克意外互助计划等	171	顺为资本

资料来源：公司官网，中金公司研究部

## 纵观全局，未来真正有前景的方向是什么

### 从投资的角度看，销售端创新是保险科技最有价值的投资方向

我们认为综合来看，销售端创新是最有投资价值的方向：1) 中国保险市场仍在发展的较早阶段，把保单卖出去仍是所有公司最核心的痛点，因此也是成本最高环节。2019年保险行业的销售成本高达5503亿人民币，相当于保费收入的15%，规模接近行业利润总额2倍，是赔付外最大的成本项。较大的销售成本和传统销售模式的低效率决定了销售端创新是空间最大也是最有可能持续盈利的方向。2) 保险的销售端是一个充分竞争并且反应迅速的2C市场，真正有价值的销售创新模式很快可以得到验证，并迅速横向扩张。3) 销售创新的商业模式和未来的盈利模式相对清晰，潜在投资标的包括基于新模式的保险中介平台（例如慧择）和通过技术手段来升级传统渠道的保险公司（例如平安）。

产品创新增长潜力较大，但是投资标的选择有限，因为新型产品通常不是潜在投资标的唯一的业务甚至不是主要业务（如平安、蚂蚁金服），投资者必须对于新型产品的长期承保盈利前景和其他的业务收益和风险做出评估。目前，以产品创新为主要驱动力的公司包括众安、慧择和传统保险公司。

中后台创新的绝对市场规模相对有限，且其增长的前景很大程度上取决于前端市场竞争格局和监管的具体要求，因此潜在投资标的表现为：1) 数量较多，但是多数规模小；2) 技术驱动为主；3) 商业模式的验证较为困难，因为是2B业务为主；4) 盈利前景存在较大不确定性。

投资标的：中国平安、众安在线（未覆盖）和慧择（未覆盖）、中科软（未覆盖），以及未上市的泰康在线、水滴、轻松、保险极客、评驾科技、爱保科技、车车科技、i云保等。

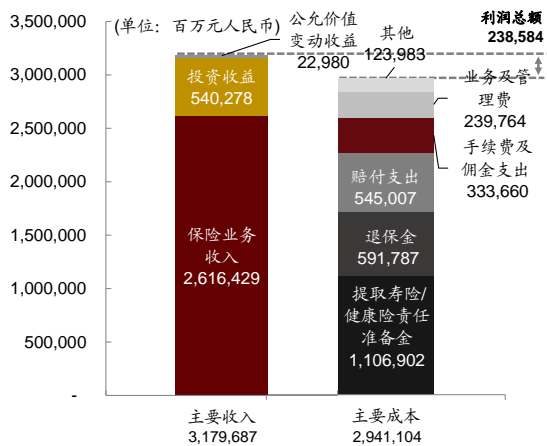
### 销售端创新：增长潜力大，盈利确定性高

我们看好销售端创新的成长空间：1) 中国保险市场仍在发展的较早阶段，在这一阶段，把保单卖出去仍是所有公司最核心的痛点，因此也是成本最高环节。2019年保险行业的直接销售成本高达5503亿人民币，确定相当于保费收入的15%，行业利润的181%，是赔付外最大的成本项。2019年中国财险的销售成本为779亿人民币，是承保利润的25倍。2019年中国人寿的销售成本是814亿人民币，是净利润的1.4倍。较大的销售成本和传统销售模式较低的效率决定了销售端创新是增长空间最大也是最有可能持续盈利的方向。销售端的小幅度改善，即可带来整个行业盈利的改善。2) 近年来行业保费增速放缓+监管禁止部分理财型产品的销售，更加深了保险公司（尤其是中小保险公司）对于互联网销售渠道的需求。

销售端的经营利润=收到保险公司的佣金-获客成本-运营成本。由于保险公司的佣金通常是市场竞争形成统一水平，因此盈利能力的关键在于如何通过商业模式的创新降低销售成本（包括获客成本和运营成本）。如果一个销售平台可以通过创新将单均销售成本控制在市场水平以下，则这个平台具备较大的竞争优势，将可以通过更优惠的佣金率（间接带来更优惠的保单价格）迅速扩大其保费规模，从而快速扩张盈利。目前主流的降低销售成本的方向是通过在线流量筛选和转化来替代传统的依靠线下中介的分销方式。目前，一些领先的公司的盈利模式已经逐渐成熟，并开始产生利润。

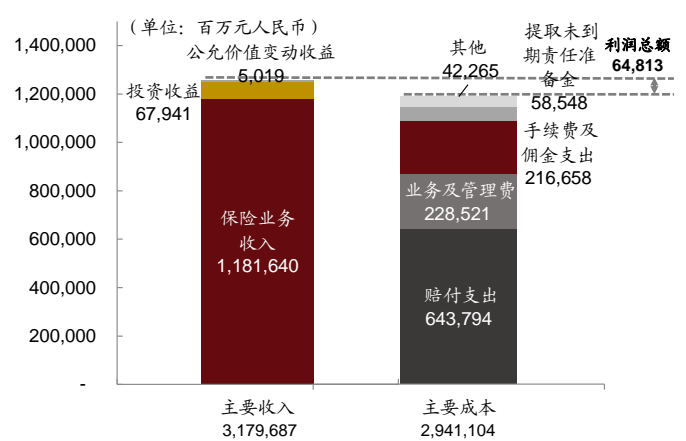
由于销售端的创新本质上是销售成本改善，并不直接涉及承保保险业务，因此该业务的未来盈利并不直接受到保险风险、退保风险、投资风险的影响，盈利的确定性较高。

图表 17: 人身险公司 2019 年收入及成本拆分: 除赔付外, 销售成本是最大的成本项



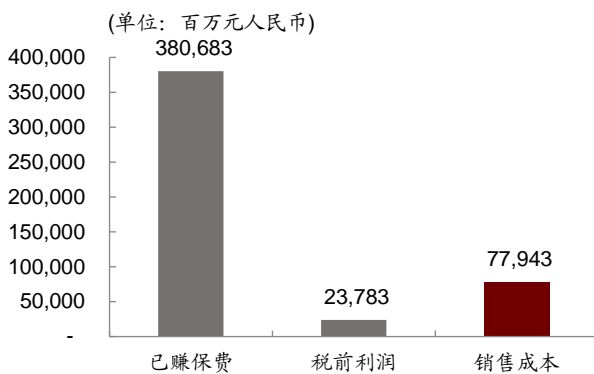
资料来源: 中国保险年鉴, 中金公司研究部

图表 18: 财险公司 2019 年收入及成本拆分: 除赔付外, 销售成本是第二大成本项



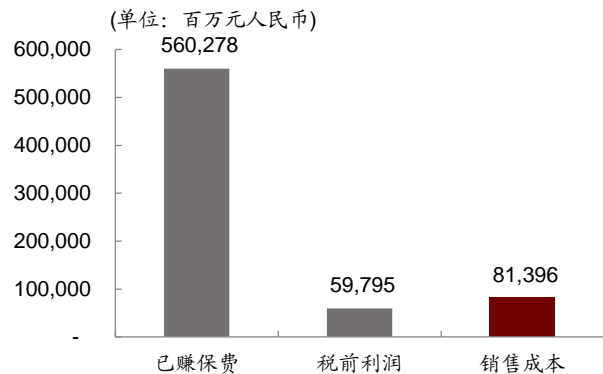
资料来源: 中国保险年鉴, 中金公司研究部

图表 19: 中国财险 2019 年销售成本为 779 亿人民币, 是除赔付支出外的最大成本项



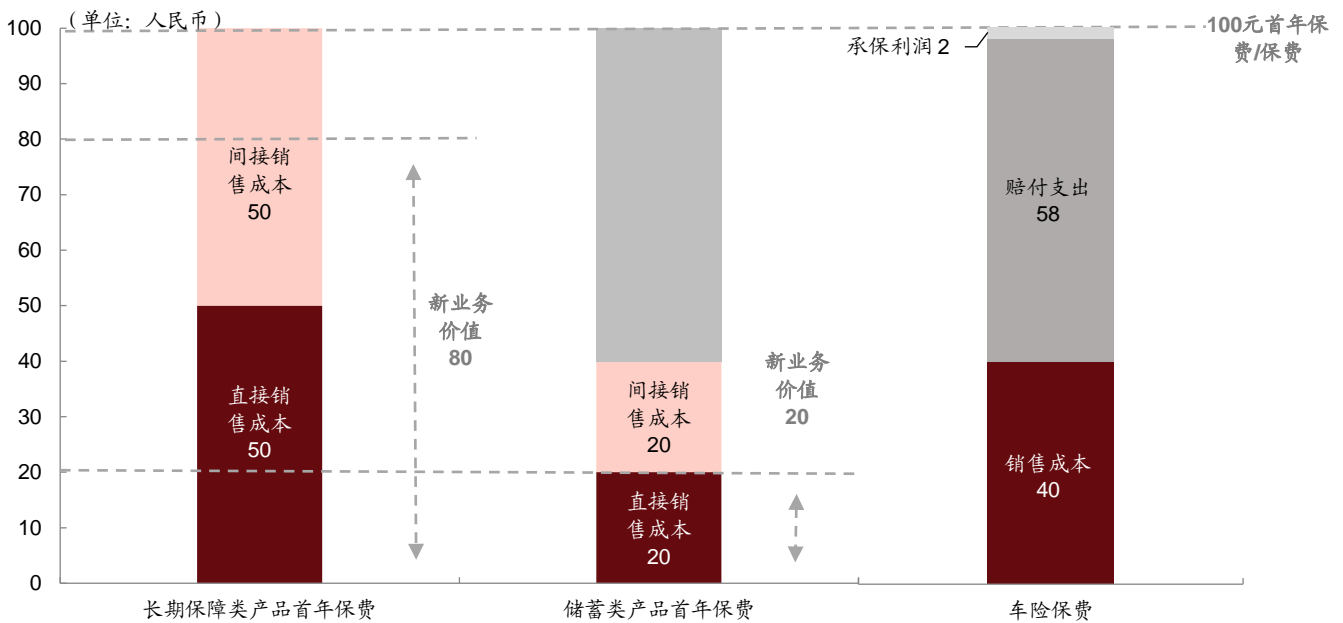
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 20: 中国人寿 2019 年销售成本为 814 亿人民币, 是除赔付支出外的最大成本项



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 21：长期保障类产品、储蓄类产品及车险首年保费拆分：销售成本较大



资料来源：中金公司研究部 注：保单拆分数据为中金测算结果

图表 22：销售端创新的典型案例

公司名称	业务模式介绍及分析
蚂蚁保险	蚂蚁保险成立于2016年，是蚂蚁金服旗下依托于支付宝平台的开放式保险平台，主要收入包括从相互宝互助计划获取的管理费用和保险经纪业务收入。蚂蚁保险的经纪业务依托支付宝平台的巨大流量，筛选出其中有保障需求的用户，挖掘其对于商业保险的需求，随后向其提供合作保险公司的产品并收取公司保险经纪费用，如何转换支付宝的流量是其增长关键。此前蚂蚁保险通过推出相互宝互助计划、发放健康金、发放短期保障等方式从支付宝用户中转化了可观的用户流量。由于保险公司的佣金通常是市场竞争形成的统一水平，蚂蚁保险从支付宝转换流量的成本较低从而带来了较低的获客成本，因此蚂蚁保险在互联网经纪业务上具有较大的竞争优势。
慧择保险	慧择 (HUIZ.US) 成立于2006年，是中国领先的在线保险产品和服务平台，并于2019年作为“保险电商第一股”登录纳斯达克。其经营范围涵盖C端保险经纪业务、B端线上出单服务和A端代理人展业协助服务。C端保险经纪业务是未来公司发展重点，主要依靠精准广告投放（主要是百度搜索引擎）进行引流，获取流量后向用户销售保险产品并获得佣金。该模式的增长主要依赖于人们消费习惯从线下到线上的迁移、年轻用户群体保险需求和支付能力的同步增长（慧择网主要客户群体平均年龄为32岁）。2017-2019年间，慧择保险营业收入年均复合增长率为94%，于2019年达到9.93亿元。由于目前第三方经纪平台经营模式高度同质化，这类业务模式面临的最大的挑战就是单位客户对应的获客成本较高。由于慧择是最早进入互联网保险经纪领域的平台之一，已经具备了较高的客户存量，较其他线上保险平台有一定先发优势。慧择保险于2018年开始实现盈利，2019年净利润同比增长411%，达到1497万元。
水滴公司	水滴公司成立于2016年5月，旗下有水滴保险商城、水滴互助、水滴筹和水滴公益四大品牌。公司主营业务为互助与保险经纪业务。主要商业模式为先通过经营互助平台积累用户，之后依托互助平台流量推出线上保险超市进行流量变现。2016年5月水滴互助成立，上线仅100天付费用户超过100万人，截至2020年7月，水滴互助注册会员数已经达到1.05亿。水滴公司通过互助/筹款计划以及后续成立的水滴公益积累了较高的用户规模（水滴公司累计用户数已达2.1亿），由于互助群体本身的高保险转化率，依托水滴公司其他平台的水滴保险商城具备客户来源稳定与低获客成本的特点。因此自带流量的水滴公司在第三方保险经纪业务上有巨大的竞争优势。2018-2019年间，水滴公司年化保费同比增长近600%，达到60亿人民币，居行业领先地位。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

**产品创新：增长潜力大，盈利不确定性较大**

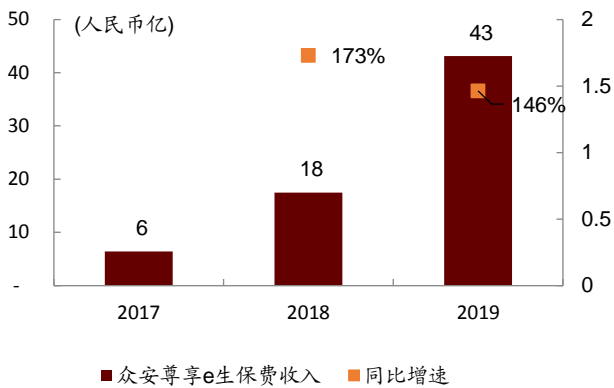
产品创新始终是保险业规模扩张的重要驱动力。依靠新的场景（新的风险类型）和新的承保技术，新的保险产品将为保险业带来净增量。如2016年众安推出市场上首款百万医疗“尊享e生”，百万医疗险实现了从零到一的突破，2019年其保费收入已经快速增长至43亿人民币。



需要注意的是，但创新型产品并不一定总是带来稳定的承保盈利，这是由于：1) 规模最大的风险类别大部分已经被传统保险覆盖，新产品通常只能寻求剩余的绝对规模较小的风险类型（如航班延误和网购退货风险），间接导致这类产品的保费绝对金额较小；2) 类似于传统保险产品，新产品的分销通常依赖于拥有场景或者销售渠道的平台，保险公司并不具备溢价地位，拥有场景或者销售渠道的平台强势地位通常会挤压最终的承保利润；3) 近年来传统保险业务的增长乏力迫使行业积极寻找可以带来增量的新产品类型，因此新产品问世之后很快即面临大幅提升的竞争压力，例如很多健康险公司和寿险公司现在也加入了百万医疗类产品的竞争，而且价格更加优惠。2015-2019年，前三大互联网财险公司的合计市占率下降34个百分点至46%；4) 由于新风险类别的历史数据和运营历史不足，保险公司或难以准确进行风险定价和避免运营漏洞（例如反向选择和利用漏洞获取航班延误险的赔付）。

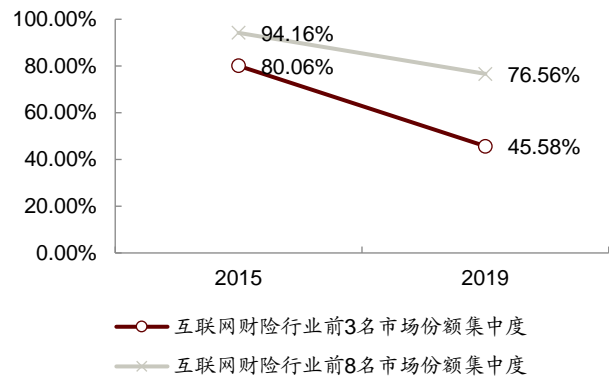
例如，2019年众安的渠道费用率为28.8%，远高于中国财险的20.5%和平安财险的17.0%。这是造成目前众安承保亏损的重要原因。较高的渠道费用率来自于：1) 健康生态中在蚂蚁保险销售的好医保的渠道费率较高（20-30%）且占比较高（~50%）；2) 在第三方平台销售的航旅险的渠道费率较高。

图表 23：典型的创新型产品的保费快速增长



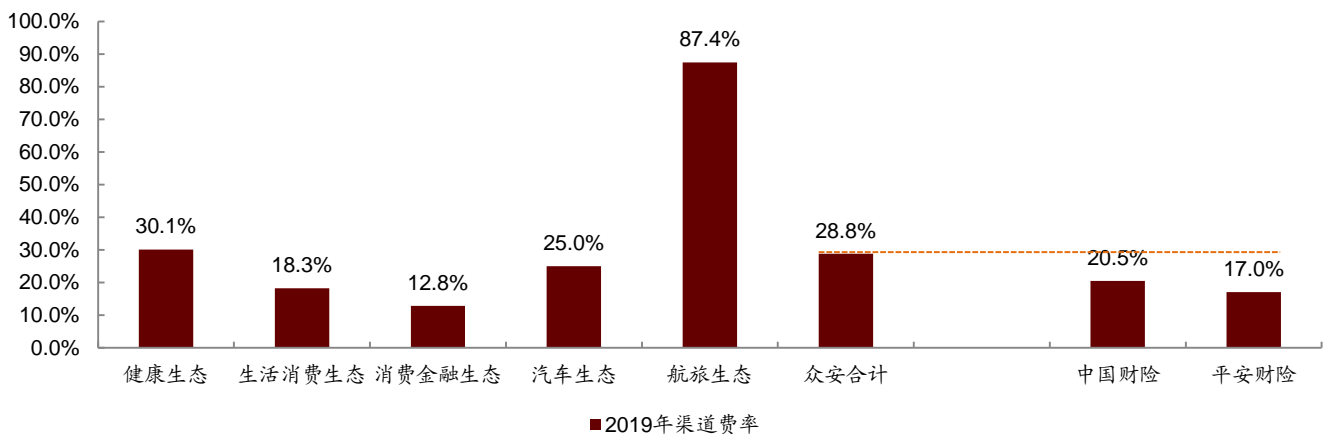
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 24：互联网财险市场竞争逐渐激烈



资料来源：保险行业协会，中金公司研究部

图表 25：众安的渠道费用率远高于中国财险和平安财险



资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 26：产品创新的典型案例

产品名称	产品特点介绍及分析
创新型医疗险	创新型医疗险结合互联网对传统医疗保险实现了改进，相比传统医疗险的创新包括对客群进而对费率的区分、更广的承保范围和更多的可选保障内容，使得其性价比更高，覆盖了部分以前不具备投保能力的人群，并弥补了长期医疗保障的空缺。百万医疗险是最典型的案例，众安尊享E生百万医疗险2019年保费收入同比增长146%，达到43亿人民币。
创新型财产保险	创新财产保险结合互联网对传统财险进行创新和改进，相对传统财产险拓宽了承保标的范围，对手机屏幕和家电维修期等等全新的标的和保障范围实现了扩展，对人们的日常生活的现实需求有很强的针对性，典型产品包括中国平安的“平安手机碎屏保”、中国人保的“全屋家电延长保修保险”。
场景化产品和其他创新险种	场景化产品和其他创新险种是在特定场景和互联网新形势下衍生出的险种创新。场景化产品和创新险种的产品十分多样，传统保险公司和新兴互联网公司均在此领域推出了大量新产品。场景化产品的典型产品包括华泰财险的“退货运费险”和众安在线的航延险和航意险，创新险种的典型产品包括中国人保“百万回家保”、天气宝的“出行天气保障”和太平洋保险的“企业网络安全保险”。场景化产品的增长依赖于特定互联网场景中互动的增加。比如，随着人们消费场景的线上化，退货运费险出单量实现较快增长，2019年退货运费险累计保单数150亿件，超过互联网非车险保单数的50%。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

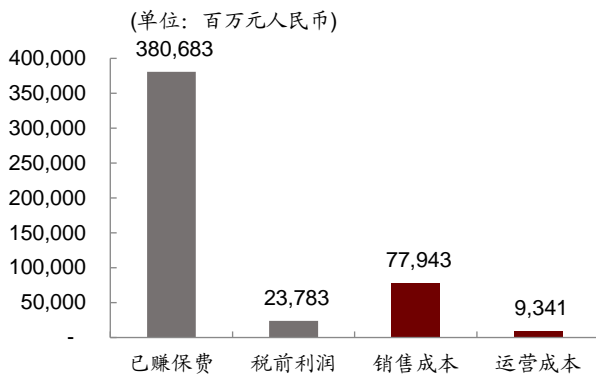
### 中后台创新：绝对规模有上限，取决于竞争格局和监管政策

中后台创新通常无法直接提升保险业务的盈利或规模，这类平台的价值来自于帮助保险业务降低成本和提高效率。从市场的绝对规模来看，中后台创新的空间小于销售端和产品创新，主要由于保险业务运营中的风险定价能力提升、运营成本压缩、理赔经验改善、用户体验提升的对应成本的绝对金额远小于销售成本和新产品带来的增量保费。

中后台创新的营收本质上来自于保险业务的各个成本项（除了销售成本以外），因此其增长空间取决于该创新是否可以帮助保险公司提升承保盈利。

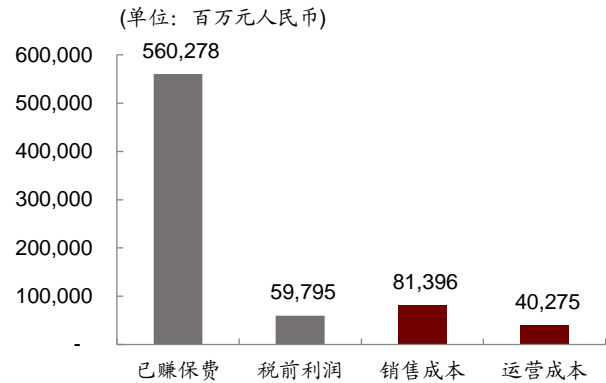
- ▶ **理赔成本：**理赔始终是保险业务最大的成本项，因此理赔经验的改善对承保盈利十分重要。需要注意的是，理赔经验的改善只是一个最终的结果，实现的方法包括了产品设计和定价、核保、理赔多个环节改进，而每一个环节都受限于前端市场竞争格局和监管的具体要求，创新的空间有很多限制。因此，此类创新的增长空间需要酌情分析。例如，中国车险行业多年来并没有真正的技术创新空间，因为监管要求对于产品形态有较多明确的限制，同时市场竞争又导致各家公司报价基本一样，我们预计 2020 年的车险综合改革正式实施后，车险相关技术创新会有较大发展的空间。
- ▶ **运营成本：**在中国保险市场当前阶段，保险业务的运营成本远小于销售成本。如图 29、30，2019 年中国财险的运营成本为 93 亿人民币，远小于销售成本 779 亿人民币。2019 年中国人寿的运营成本为 403 亿人民币，远小于销售成本 814 亿人民币。因此运营成本边际改善对承保盈利的帮助通常远小于销售成本，所以降低运营成本（提高运营效率）的创新绝对的市场空间有限。
- ▶ **用户体验：**对于大多数保险业务来说（医疗险和车险除外），保险公司和客户的交互是低频的交互，而且保险业的用户体验通常是在理赔阶段客户才有体验，因此我们认为用户体验对于保险业务的规模增长和盈利能力直接影响有限。

图表 27：2019 年中国财险的运营成本为 93 亿人民币，远小于销售成本 779 亿人民币



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 28：2019 年中国人寿的运营成本为 403 亿人民币，远小于销售成本 814 亿人民币



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 29：中后台创新的典型案例

公司名称	业务模式介绍及分析
平安科技	平安集团近年来不断加大在科技方面的投入，通过科技赋能保险，提升中后台运营效率。寿险方面，平安人寿已实现通过AI技术进行代理人增员、培训和管理，建立了在线智能调度平台，可实现柜面、保全、核保、理赔系统四大业务平台智能派工。财险方面，基于LBS精准定位和“城市网格”的ICSS智能调度平台和AI智能闪赔平台，平安车险实现“急速查勘”和定制化“云理赔”。健康管理方面，“AI医生”是平安好医生的重点建设项目，涵盖了智能辅助诊疗系统、智能健康硬件等内容，平安好医生陆续投入了30亿专项资金，用于打造医疗AI产业链和服务链，希望铺就一条“智能赛道”，赋能于互联网医疗行业和传统医疗行业的升级迭代。
众安科技	众安在线自成立以来持续在人工智能、区块链、云计算、大数据、生命科技等前沿科技板块进行布局，旨在通过科技重塑保险价值链各个环节。2016年，众安在线成立科技公司为内部业务提供支持，同时对外提供科技输出服务实现收入。目前众安科技主要为保险公司提供多样的保险系统解决方案，包括营销、风控、产品设计、系统运维和核心支持等。众安科技2019年服务客户约260家，其中36家为保险公司，贡献收入2.70亿元，同比增长140%。2019年，公司研发费用9.769亿元（占保费收入6.7%），科技输出总收入2.93亿元（剔除权益法计入的联营公司和合资公司净利润），同比增长181%。
中科软	中科软（603927）成立于1996年，主营业务为行业应用软件开发，是我国保险IT龙头，目前主要通过产品化软件销售、定制化项目开发以及云服务三种模式向客户提供产品或服务。2003-2018年间公司营业收入/净利润复合增长率分别为26%/29%，2019年实现营业收入54.99亿元，同比增长20.34%；净利润3.77亿元，同比增长18.49%。公司在金融保险领域深耕多年，保险公司客户数量达到174家，2019年公司对保险客户实现收入28.16亿元，同比增长24.04%，占总收入的51%。根据IDC统计，公司在2019年上半年在保险云解决方案市场份额占比达到36.2%，排名行业第一，远高于第二第三名市场份额之和。
暖哇科技	暖哇科技于2018年由众安孵化成立，主营业务为健康险领域的第三方业务管理（TPA）。在解决医疗数据孤岛问题方面，暖哇科技目前已经对接合作医院超过1000家，覆盖28个省。并与超过15个省市的医保和卫健委平台达成合作。同时，暖哇科技为健康险风控建立了规模化支撑体系：构建的医疗知识库规模超过2600万；医疗知识图谱包含超过550W+医疗知识三元组；其还建立了4W+健康风险记录及模型。暖哇科技持续迭代完善业务闭环服务，提供的科技产品分为四大板块：1. 健康险业务增长服务；2. 两核运营服务；3. 健康险系统服务；4. 健康管理服务。目前，暖哇科技已为数十家客户提供服务，仅2019年第四季度，就为超过10家保险公司提供健康险科技服务。2020年2月，暖哇科技获得龙湖资本领投的亿元级A轮融资。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 30：可比保险科技公司估值表

公司	代码	货币	评级	市值		净利润增速			市盈率			市净率			市销率			股息率	
				美元	百万	2020/7/31	2018a	2019a	2020e	2018a	2019a	2020e	2018a	2019a	2020e	2018a	2019a		2020e
众安在线	6060 HK Equity	港币	未覆盖	8,809	46.5	55%	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	4.4	4.6	n.a.	3.4	2.4	n.a.	0.0%
中科软	603927 CH Equity	人民币	未覆盖	3,752	61.7	35%	17%	16%	72.5	62.1	52.8	19.5	12.8	n.a.	n.a.	4.8	5.2	0.7%	
Guidewire Software INC	GWRE US Equity	美元	未覆盖	9,787	117.7	-217%	-174%	254%	-343.1	466.6	131.9	6.7	6.1	n.a.	n.a.	11.6	13.7	0.0%	
HUIZ Holding Limited	HUIZ US Equity	美元	未覆盖	468	9.0	-65%	0%	n.a.	-119.2	-119.2	n.a.	n.a.	-11.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	
平均						-48%	-52%		-129.9	136.5		10.2	3.1		3.4	6.3		0.3%	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

注：上述公司均未覆盖，使用彭博一致预期

## 附录：各类保险科技公司汇总

图表 31：部分代表性销售端创新方向公司汇总

项目名称	所属公司	成立时间	股东背景/持股比例	业务模式	主营业务	收费模式	最新融资
水滴	北京纵情向前科技有限公司	2013年8月	沈鹏（水滴互助、水滴筹创始人，水滴公司创始人兼CEO。2010年作为10号员工加入美团创业团队，先后担任多个重要岗位。2013年参与创建美团外卖并担任全国业务负责人，带领美团外卖取得全国市场份额第一）99.00%	To C	保险超市	前期通过众筹业务吸收有保障需求的人群获取流量，后期向这类潜在客户推荐保险并赚取佣金	2019-C轮-10亿人民币-博裕资本、腾讯投资、中金资本、高榕资本、元钛基金、凯智资本
轻松	北京轻松筹网络科技有限公司	2014年9月	杨胤（20岁大学毕业分配到当时的电子部六所任董事长助理；98年加入IDG会展公司，担任销售经理，成为IDG全亚洲的销售冠军；2000年与同学共同创办Popmap公司，经历8个月100%股份卖给美国纳斯达克上市公司mail.com。随后加入IBM中国公司，负责IBM互联网营销策略；2002年回到IDG，负责IDG会展、广告部门，担任IDG China 副总裁兼IDG会展集团总经理。）48.71% 于亮 41.29%	To C	众筹平台	前期通过众筹业务吸收有保障需求的人群，后期向这类人群推荐保险并赚取佣金	2017-C轮-2800万美元-IDG旗下成长基金、腾讯投资、IDG资本、德同资本、同道资本
慧择	深圳市慧业天择投资控股有限公司	2014年10月	深圳市慧德诚投资发展合伙企业（有限合伙）27.39% 厦门思元投资管理有限公司21.87% 焦点科技股份有限公司20.54% 嘉兴微融投资管理合伙企业（有限合伙）10.98% 深圳市达晨创坤股权投资企业（有限合伙）5.30% 北京考拉昆略互联网产业投资基金（有限合伙）4.70%	To C To B To A	保险超市（慧择网）、互联网保险平台（齐欣云服）、代理人代销平台（聚米网）	To C业务：通过搜索引擎与各平台引流获取流量并推销保险产品赚取佣金 To B业务：作为提供产品出单等服务的平台收取通道费用 To A业务：协助代理人展业，分享代理人的部分佣金	2020-IPO上市-5300万美元
小雨伞	深圳木成林科技有限公司	2015年1月	光耀 24.11% 北京红杉信德股权投资中心（有限合伙）17.20% 胡婉珠 14.35% 嘉兴极地信天壹期投资合伙企业（有限合伙）10.00% 天津士力健康产业投资合伙企业（有限合伙）10.00% 杭州经纬地投资合伙企业（有限合伙）10.00%	To C	平台交易闭环服务：保险产品咨询、销售、核保、理赔	通过科技与创新提供完善的保险产品全流程服务吸引流量，之后通过保险产品销售获得佣金	2017-B轮-1亿人民币-经纬中国、天士力大健康产业基金
众惠财产相互保险社	众惠财产相互保险社	2016年5月	永泰能源股份有限公司 23.00% 英联视动漫文化发展（北京）有限公司 20.00% 联合创业集团有限公司 12.00% 金银岛（宁夏）网络科技有限公司 10000万人民币 西藏德合投资有限公司 9.00% 上海煜裕投资管理有限公司 9.00%	To C	众筹平台、财产保险	前期通过众筹业务吸收有保障需求的人群，后期利用流量为自己的保险产品引流并赚取保费	2019-股权融资-未披露-福瑞股份
i云保	上海豹云网络信息服务有限公司	2018年5月	宁波梅山保税港区善投资管理合伙企业（有限合伙）30.74% 宁波梅山保税港区瀚果投资管理合伙企业（有限合伙）26.90% 深圳市解方信息咨询有限公司 19.21%	To A	代理人展业平台	协助代理人展业并分享代理人的部分佣金	2019-B+轮-数千美元-津源资本、领湃资本、微影资本
深蓝保	深圳存真求实科技有限公司	2018年5月	许春波 66.00% 深圳存真致远投资管理合伙企业（有限合伙）16.67% 天津金米投资合伙企业（有限合伙）16.67%	To C	保险测评、保险超市	通过保险性价比测评作为吸引流量的方式，积累活跃度后推荐保险产品并赚取佣金	2020-战略融资-近亿人民币-小米科技
向日葵保险网	广州向日葵信息科技有限公司	2009年10月	陈戎 22.61% 北京天图兴北投资中心（有限合伙）20.40% 上海鲲鹏投资管理中心（有限合伙）12.08% 深圳市德之青投资有限公司 11.88% 上海诺衍投资管理中心（有限合伙）10.63% 北京天伟投资中心（有限合伙）56.80% 黑龙江珠玑科技有限公司 20.07% 北京富汇易达科技有限公司 15.00%	To C To A	保险咨询平台；代理人展业	To C业务：提供免费保险咨询服务引流获取流量并推销保险产品赚取佣金 To A业务：提供代理人展业工具并分享佣金	2016-A轮-数千万人民币-天图资本
微保	北京微保科技有限责任公司	2014年4月	北京天伟投资中心（有限合伙）56.80% 黑龙江珠玑科技有限公司 20.07% 北京富汇易达科技有限公司 15.00%	To C	保险超市	依托于微信平台进行引流，开展保险代理服务并收取佣金	2019-战略融资-未披露-易宝支付
蚂蚁保险	蚂蚁保险代理有限公司	2016年9月	浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司	To C	保险超市	依托于支付宝平台进行引流，开展保险代理服务并收取佣金	2017-战略融资-未披露-蚂蚁金服
多保鱼	多保鱼保险经纪有限公司	2016年9月	杭州凡声科技有限公司 100.00%	To C	保险测评、保险超市	为用户提供免费保险咨询、保险知识学习和DIY保险方案服务吸引用户使用，积累活跃度后销售产品并赚取佣金	2019年9月-B轮-2亿人民币-云峰基金（领投）、拍拍贷、真格基金、光速中国、BAI贝塔斯曼亚洲投资基金、泰合资本
小帮规划	小帮保险经纪	2017年5月	北京积沙成塔科技有限公司 100.00%	To C	基于人工智能的理财及保险规划、保险超市	业务涵盖“财商教育，保险规划，基金投资”三大维度，利用AI机器人提供服务，销售基金和保险产品赚取佣金	2019年8月-B轮-2亿人民币-腾讯投资、红杉资本、蓝驰创投
悟空保险	北京小马当家科技有限公司	2014年12月	卞广五 70.00% 田立温 30.00%	To C	保险超市、保险比价平台	通过保险比价服务吸引流量，积累潜在保险购买群体并推销保险产品赚取佣金	2016-天使轮-梅花创投
保险师	杭州微易信息科技有限公司	2014年3月	陈伟星 19.73% 上海云鑫创业投资有限公司 19.70% 王伟华 17.28% 陈晓 10.01% 杭州树影投资管理合伙企业（有限合伙）6.52%	To A	代理人展业平台	协助代理人展业并分享代理人的部分佣金	2019-战略融资-未披露-CMC资本

资料来源：公司公告；中金公司研究部

图表 32：专注于产品创新方向四家专业互联网财险公司

单位：百万元人民币	众安在线	泰康在线	易安财险	安心财险
2019年保费收入	14,630	5,130	1,125	2,721
-健康险	31.7%	55.9%	4.5%	83.2%
-保证险	20.1%	0.4%	1.2%	-0.5%
-意外险	12.3%	13.6%	75.1%	3.8%
-车险	8.6%	20.5%	6.5%	13.3%
-信用险	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
-货运险	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
-责任险	0.9%	0.7%	7.0%	0.2%
-企业财产险	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%
-家庭财产保险	0.3%	0.1%	4.5%	0.1%
-其他	21.6%	8.4%	1.0%	0.0%
综合成本率	113.3%	122.2%	117.0%	154.5%
净利润	-639	-484	-167	-106
股东背景/持股比例	浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司 19.90% 深圳市腾讯计算机系统有限公司 15.00% 优孚控股有限公司 15.00% 中国平安保险(集团)股份有限公司 15.00% 深圳市加德信投资有限公司 14.00% 深圳日讯网络科技股份有限公司 8.10% 北京携程国际旅行社有限公司 5.00% 上海远强投资有限公司 5.00% 深圳市日讯互联网有限公司 3.00%	泰康保险集团股份有限公司 99.50% 泰康资产管理有限责任公司 0.50%	深圳市银之杰科技股份有限公司 15.00% 深圳光汇石油集团股份有限公司 15.00% 北京恒屹鑫源科技有限公司 14.00% 北京富邦恒业科技发展有限公司 14.00% 山东达能工贸有限公司 14.00% 深圳锦久辰商贸有限公司 14.00% 西藏晟新创资产管理有限公司 14.00%	中诚信投资集团有限公司 33.07% 北京皇萌置业有限公司 11.67% 北京洪海明珠软件科技有限公司 11.28% 北京通宇世纪科技有限公司 11.28% 北京翰海轩文化传播有限公司 10.89% 北京众邦盛通计算机系统集成有限公司 10.89% 辽宁银珠化纤集团有限公司 10.89%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 33：部分代表性中后台创新方向公司汇总

项目名称	所属公司	成立时间	股东背景/持股比例	业务模式	主营业务	收费模式	融资
中科软	中科软科技股份有限公司	1996年5月	中国科学院软件研究所 41.84% 北京市海淀区国有资产投资经营有限公司 20.09% 冯玉琳 15.31% 北京知金科技投资有限公司 8.03% 新华企业(沈阳)有限公司 8.03% 北京市四博连通用机械新技术公司 6.70%	云服务与数据服务	主要业务是互联网+保险及互联网+金融领域的核心业务系统搭建	1) 直接出售标准化软件系统; 2) 提供定制化软件及系统开发服务并收取服务费用(目前逐渐进入云服务模式)	2019-ipo-6.86亿人民币
保险极客	北京鲸鹤科技有限公司	2014年10月	任彬(保险极客创始人,从业10年的资深精算师) 33.82% 西安宇谦投资管理有限合伙企业 15.73% 银杏自清(天津)创业投资合伙企业(有限合伙) 12.84%	云服务与数据服务	企业员工保险平台(Saas云团险)	1) 为企业提供云团险平台收取会员费; 2) 为企业定制团险解决方案, 收取服务费用	2020-C轮-2500美元-SIG海纳亚洲创投基金、华兴新经济基金
评驾科技	上海评驾科技有限公司	2015年5月	李献坤 45.71% 上海界铁投资管理合伙企业(有限合伙) 14.32% 朱婉宁 6.55% 深圳市招商局创新投资基金中心(有限合伙) 6.45% 苏州昆仲元昕股权投资合伙企业(有限合伙) 6.45% 汉富(北京)资本管理有限公司 5.49% 深圳前海煜石鼎天投资合伙企业(有限合伙) 5.38%	精准定价	车联网; 驾驶模型大数据服务	1) 基于数据优势为保险公司提供精准定价收取服务费 2) 改善用户驾驶行为习惯, 降低保险赔付率, 进而与保险公司在盈利上进行分配	2018-A+轮-亿级人民币-汉富资本、昆仲资本、国科投资
大特保	大特保经纪有限公司	2009年4月	北京汇保海泰网络科技有限公司大股东 100%	健康服务; 保险超市	健康领域定制化保险产品; 对接医疗机构为保险公司提供全流程健康服务; 线上保险超市主要经营健康险领域的定制化场景保险	通过提供健康险业务全流程闭环服务收取一定的服务费用; 销售意外险并赚取佣金	2016年7月-B+轮-中华开发、复星集团、策源创投, 数千万美元
商涌科技	上海商涌科技有限公司	2017年8月	那静 30.99% 上海至臻企业发展中心(有限合伙) 21.00% 杭州经天纬地投资合伙企业(有限合伙) 11.64% 上海商涌企业发展中心(有限合伙) 11.48% 成都晨山股权投资基金合伙企业(有限合伙) 9.31% 上海栈隆企业管理合伙企业(有限合伙) 23.75%	帮助理赔和风控	个人及团体客户风险在线评估	提供覆盖售前-保中-保后的健康险全流程风控体系, 收取一定的服务费用	2018-A轮-亿级人民币-经纬中国
栈略数据	上海栈略数据技术有限公司	2016年2月	刘戈杰 17.44% 西藏领洞鑫创业股权投资合伙企业(有限合伙) 11.63% 西藏嘉禾创业投资有限责任公司 9.91% 苏州工业园区高榕成长投资中心(有限合伙) 7.91% 郭志扬 7.53%	帮助理赔和风控	自动化理赔, 帮助稽核人员高效的判定理赔案件的赔付结果; 风险识别, 通过结合医保数据和医疗知识的智能风控系统医疗方欺诈行为	为保险公司提供自动化理赔和风险识别服务, 收取一定的服务费用	2019-B轮-1亿人民币-领洞资本、拍拍贷
圆心惠保	北京圆心惠保科技有限公司	2019年4月	北京圆心科技有限公司 56.0% 西藏成弘企业管理合伙企业(有限合伙) 24.0% 宁波红杉励盛股权投资合伙企业(有限合伙) 13.3%	健康服务; 精准定价	为保险公司提供“产品精算定价、风险控制、用户获取和粘度”等解决方案	通过提供健康险业务全流程闭环服务及定价支持服务收取一定的服务费用	2020-股权融资-未披露-妙手医生
敬之网络	上海敬之网络科技有限公司	2016年11月	翟文君(敬之网络创始人&CEO) 57.29% 上海聚捌投资合伙企业(有限合伙) 25.24% 宁波万豪铭轩投资合伙企业(有限合伙) 4.47% 常州洋时扬创业投资中心(有限合伙) 4.21% 郑勇(前国寿雇员, 镇平企业顾问CEO) 28.5%	帮助理赔和风控	风控与反欺诈支持; 自动核保, 即时理赔	基于STEM系统开发产品卖给保险公司收取费用	2019-A轮-数千万人民币-津扬资本
易雅健康	上海易雅健康信息咨询有限公司	2013年1月	圆景股权投资 18.0% 海尔创投 13.6% 常裕(上海)健康信息咨询 12.4% 共青城艾创投资管理合伙企业(有限合伙) 10.65%	健康服务	为保险公司提供风控及产品开发服务, 联合医院对为被保险人进行住院消费结算; 理赔数据分析服务	通过提供健康险业务全流程闭环服务收取一定的服务费用	2018-A+轮-5000万人民币-艾想投资、元瓯资本、海尔资本
爱保科技	爱保科技有限公司	2017年12月	来保投资(横琴)合伙企业(有限合伙) 54.90% 人保金融服务有限公司 45.10%	帮助理赔和风控	大数据风控及定价服务; 智能理赔服务; 智能产品识别、筛选与推荐服务; 手机保障服务产品	通过人工智能与保险大数据提供保险环节全流程优化服务并通过分享保险公司的经营成果盈利	2018-A轮-2亿人民币-中国人保、易车网、58同城
力码科技	京力码科技有限公司	2017年8月	马琳 27.38% 纪峰企业管理咨询(上海)有限公司 15.56% 深圳市中祺皓泽企业管理咨询有限公司 15.56% 宁波心存高远股权投资合伙企业(有限合伙) 12.00% 杭州长保投资管理有限公司 9.71% 北京丹晟投资基金中心(有限合伙) 6.30%	云服务与数据服务	保险中介移动端营销及办公管理平台, 基于自主研发的“七巧板”系统, 为用户提供从出单到结算的一体化解决方案	为保险经纪公司提供Saas云服务并收取服务费用	2019年12月-2亿人民币-高瓴资本(领投)、GGV纪源资本、心元资本
南燕保险	上海南燕信息技术有限公司	2014年9月	宇泰保险经纪(北京)有限公司 100%	云服务与数据服务	互联网+保险综合平台; 保险大数据精算	为保险公司提供核心业务系统、代理人管理系统及PC端、微信端在线交易平台并收取服务费用	2020-B+轮-亿级人民币-中银国际、蓝驰创投
豆包网	北京众信易保科技有限公司	2015年7月	共青城鑫海桥投资管理合伙企业(有限合伙) 大股东 45.07% 北京中金汇财投资管理有限公司 14.31% 共青城本翼天甄投资管理合伙企业(有限合伙) 6.08% 丽水慧德股权投资合伙企业(有限合伙) 5.48% 共青城五疆星耀投资管理合伙企业(有限合伙) 5.06% 张磊 32.44%	云服务与数据服务	保险Saas平台; 保险公司核心业务系统	为保险中介机构搭建核心业务系统并收取服务费用	2019-C轮-9500万人民币-博将资本、本翼资本、瑞乐业、浩信达
车车科技	北京车车科技有限公司	2014年9月	北京中金汇财投资管理有限公司 14.32% 北京车车与车科技投资中心(有限合伙) 9.87% 北京中云融汇投资中心(有限合伙) 8.84% 杭州顺赢股权投资合伙企业(有限合伙) 8.84% 珠海横琴华融富投资管理有限公司 8.22% 深圳市睿元投资企业(有限合伙) 8.05%	精准定价; 销售端创新; 保险超市	车险定价支持服务; 车险比价及销售平台	1) 基于报价数据优势为中小保险公司提供精准定价服务并赚取服务费 2) 通过车险智能推荐引擎为车主推荐保险并赚取佣金	n.a.
暖哇科技	上海暖哇科技有限公司	2018年10月	上海壹源企业管理咨询中心(有限合伙) 56% 众安信息技术服务有限公司 44%	健康服务	覆盖产品、核保、理赔、系统等多个环节的闭环式健康险科技服务	通过提供健康险业务全流程闭环服务收取一定的服务费用	2020-A轮-亿级人民币-龙湖资本、光源成长基金、红杉资本中国

资料来源：公司公告；中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

**截至本报告发布日，中金公司或其关联机构持有下述公司已发行股份的 1%以上：新华保险-A。**

**截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：新华保险-A、新华保险-H。**

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

V190624  
编辑：赵静

## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

#### CICC US Securities, Inc

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

#### China International Capital Corporation (UK) Limited

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

#### China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

#### 中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

#### 中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

#### 中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

