

保险 II 行业深度报告

偿二代二期工程季报跟踪体系（1Q22 互联网保险篇）保费增速放缓，费用经营效率改善 增持（维持）

2022 年 06 月 12 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

研究助理 方一宇

执业证书：S0600121060043

fangyy@dwzq.com.cn

投资要点

■ 我们建立【东吴证券-偿二代二期工程指标跟踪体系（互联网保险篇）】，以清晰且高频率地分析互联网保险公司的季度经营效益、盈利能力水平和资本效率水平，并可横向和纵向进行比较分析，有助于市场更全面地分析互联网保险公司的比较优势和劣势。目前四家专业互联网保险公司呈现众安在线和泰康在线两家独大，易安和安心保险经营困难的局面。众安在线业务规模显著领先其余三家，其以健康、数字生活、消费金融、汽车为主要生态来源，百万医疗领域先发优势明显。泰康在线背靠泰康保险，依托泰康集团医养生态圈，打造贴合互联网生态的保险产品。

■ 财务指标分析，保费增速下滑，“首月 X 元”营销规范影响正在出清。1Q22 样本互联网保险公司合计实现保险业务收入 66.5 亿元，同比下降 11.11%（传统财险公司同比增长 11.8%），《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》的影响仍在持续，行业由粗放式增长逐步向规范可持续发展阶段转变，“首月 X 元”营销规范影响正在出清；1Q22 样本互联网保险公司实现净利润 2.37 亿元，同比下降 21.32%，主要系平均投资收益率为-0.22%，1Q22 净资产收益率为 1.06%（传统财险公司 3.3%）。

■ 承保效益分析，综合成本率优势明显，但费用率仍有明显改善空间。1Q22 样本互联网保险公司综合成本率由高至低为泰康在线（99.3%）、传统财险公司（96.4%）、众安在线（91.7%），其中综合费用率由高至低为泰康在线（40.4%）、众安在线（37.0%），均显著高于传统财险公司（26.7%）；综合赔付率由高至低为传统财险公司（69.7%）、泰康在线（59.0%）、众安在线（54.7%）。关注后续互联网保险公司费用率能否进一步压缩到合意水平，以充分体现精细化效率，同时当前赔付率仍有提升空间。《互联网保险业务监管办法》规范下在机构持牌、人员持证的监管原则下，互联网保险市场发展逐步规范，保险专业中介机构保费占比显著提升，营销宣传引流业务占比同比大幅下降。众安积极创新运营模式。一方面通过流量平台内容营销蓄客宣传流量平台，另一方面，通过自营平台优化性价比养客。

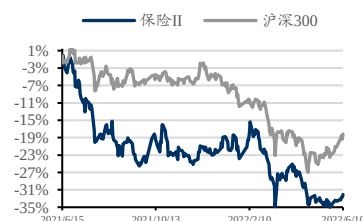
■ 产品是互联网保险公司经营护城河。1Q22 众安在线和泰康在线车险保单保费占比分别为 4.23% 和 24.62%，远低于传统财险公司的 50.91%。众安在线深耕疾病医疗保险细分领域，并且积极探索责任险领域布局机会。公司百万医疗产品尊享 e 生已完成了 21 次迭代，产品迭代方向为 1.0 的医疗补充阶段，发展到 2.0 的范围延展阶段到 3.0 的量体裁衣阶段，为不同年龄群体提供专属保障，创新全民保障定制时代。

■ 1Q22 互联网保险监管动向。偿二代二期工程下互联网渠道费用假设下限下调，利好网销渠道业务发展。“1 个规章+N 个规范性文件”的互联网保险监管制度体系日臻完善，平台经济规范现拐点信号，监管思路的落脚点在于保护消费者合法权益。

■ 投资建议：互联网保险领域推荐众安在线。公司健康和数字生活生态齐发力，科技输出持续扩张，打造独特竞争优势，《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》和《意外伤害保险业务监管办法》影响正在出清，2022 年 8 月后，我们预计公司单月保费增速将重回高增长。恒生科技指数底部企稳，有望催化公司估值水平。

■ 风险提示：二期工程下偿付能力报告摘要为首次披露，相关指标解读与实际经营结果与风险水平可能存在偏差；疫情蔓延使得赔付率下行但大幅提升费用率水平和保费增速，拖累整体承保业绩；互联网保险和平台经济严监管持续。

行业走势



相关研究

《上海车险保单延期点评：保护车主合理权益，保费规模影响有限》

2022-06-01

《偿二代二期工程季报评价体系（财险篇）：拆解承保效益结构，剖析资本经营效率》

2022-05-26

《车险保费当月增速转负，寿险新单降幅略有收窄》

2022-05-17

内容目录

1. 引言：偿二代二期工程首份季报披露	5
1.1. 二期工程补齐监管制度	5
1.2. 样本选择	6
1.3. 2021 年互联网产寿险经营回眸	7
2. 主要监管指标结果分析	9
2.1. 偿付能力充足率指标	9
2.2. 流动性风险监测指标	11
3. 互联网保险公司经营分析	12
3.1. 主要经营指标分析	13
3.2. 承保效益分析	15
3.3. 渠道贡献分析	17
3.4. 产品创新分析	19
4. 互联网保险监管动向	23
4.1. 偿二代二期工程涉及互联网渠道相关变化	23
4.2. 《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》的影响仍在持续	23
4.3. 监管思路的落脚点在于保护消费者合法权益	26
4.4. 平台经济规范现拐点信号，互联网保险规范自营渠道	27
4.5. 从隔离险理赔纠纷看互联网保险产品设计与投保过程缺陷	28
5. 主要结论与投资建议	28
5.1. 主要结论	28
5.2. 投资建议	29
6. 风险提示	31

图表目录

图 1:	偿二代二期工程整体框架	5
图 2:	偿付能力充足率计算框架	6
图 3:	2021 年互联网财产保险保费排名前十份额	7
图 4:	样本互联网保险公司净利润 (2021)	7
图 5:	互联网财产保险保费收入及同比增速	8
图 6:	互联网人身保险保费收入及同比增速	8
图 7:	1Q22 样本互联网保险公司百元保费经营活动净现金流	12
图 8:	1Q22 应收款项占比	12
图 9:	1Q22 样本互联网保险公司保费收入增速对比	14
图 10:	1Q22 样本互联网保险公司净利润增速对比	14
图 11:	1Q22 样本互联网保险公司 ROE 水平	14
图 12:	1Q22 样本互联网保险公司综合投资收益率水平	14
图 13:	1Q22 样本互联网保险公司综合成本率	16
图 14:	1Q22 样本互联网保险公司综合费用率	16
图 15:	众安在线个人短期健康险业务综合赔付率	16
图 16:	2021 年全行业个人短期健康险业务综合赔付率	16
图 17:	互联网财产保险业务渠道占比	17
图 18:	1Q22 样本互联网保险公司直销渠道签单保费占比	17
图 19:	众安在线自营渠道保费规模及增速	18
图 20:	众安在线不同渠道费用占净保费比例	18
图 21:	众安流量平台内容营销蓄客	19
图 22:	众安自营平台优化性价比养客	19
图 23:	1Q22 样本互联网保险公司非车签单保费占比	20
图 24:	1Q22 样本互联网保险公司直销渠道签单保费占比	20
图 25:	众安在线 2016 年以来持续多次迭代尊享 e 生系列产品	22
图 26:	此前互联网保险公司商城平台上“首月 X 元”宣传用语调整为“每月 X 元”	24
图 27:	“首月 1 元”默认勾选重要条款阅读并同意按钮	25
图 28:	众安在线月度保费增速回落	25
图 29:	众安在线股价与恒生科技股指数关系 (数据截至 2022 年 6 月 10 日)	30
表 1:	互联网财产保险各细分险种 2021 年保费增速	8
表 2:	互联网人身保险各细分险种 2021 年保费增速	9
表 3:	样本互联网保险公司 1Q22 偿付能力环比变化情况 (1Q22 环比 4Q21)	9
表 4:	样本互联网保险公司 1Q22 偿付能力变化表下季度预测值环比变化情况 (2Q22 环比 1Q22 末)	11
表 5:	样本互联网保险公司 1Q22 流动性风险监测指标结果	11
表 6:	经营指标披露要求	12
表 7:	1Q22 样本互联网保险公司主要季度经营指标汇总	14
表 8:	1Q22 样本互联网保险公司主要季度效益类指标汇总	15
表 9:	1Q22 样本互联网保险公司主要季度效益类指标汇总	17
表 10:	1Q22 样本互联网保险公司主要季度效益类指标汇总	20

表 11:	泰康 2022 年主要报备产品一览	21
表 12:	众安 2022 年主要报备产品一览	22
表 13:	中小规模险企网销渠道费用假设下限下调	23
表 14:	2021 年以来各地银保监局加大对整治互联网保险营销宣传乱象	25
表 15:	近期监管对互联网渠道销售的处罚案例	26
表 16:	东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（互联网保险篇，评价时间：1Q22）	28
表 17:	上市险企估值表（以 2022 年 6 月 10 日股价计）	30

1. 引言：偿二代二期工程首份季报披露

1.1. 二期工程补齐监管制度

银保监会偿二代二期工程建设补齐监管制度短板。2021 年 12 月，银保监会发布 20 项保险公司偿付能力监管规则（II）（以下简称二期工程），标志着偿二代二期工程建设顺利完成。整体来看，二期工程通过全面实施穿透监管，提高长期股权投资和投资性房地产的资本要求，防止资本无序扩张。通过完善资本定义，修订保单未来盈余、财务再保险的资本分级标准，夯实了行业资本质量。通过降低专属养老保险、政策性农业保险等的资本要求，引导保险业回归本源、专注主业。通过降低专业科技保险公司、保险公司绿色债券投资、保险资金支持国家战略的投资资产的资本要求，增强保险业服务实体经济的能力。通过修订完善保险风险、市场风险、信用风险的最低资本计量标准，全面校准各项风险因子，提高了监管指标的风险敏感性和有效性。通过完善保险公司偿付能力风险管理要求、新增资本规划要求等，促进保险公司提高风险管理能力。二期工程体现了监管对资本无序扩张的监管与防范。

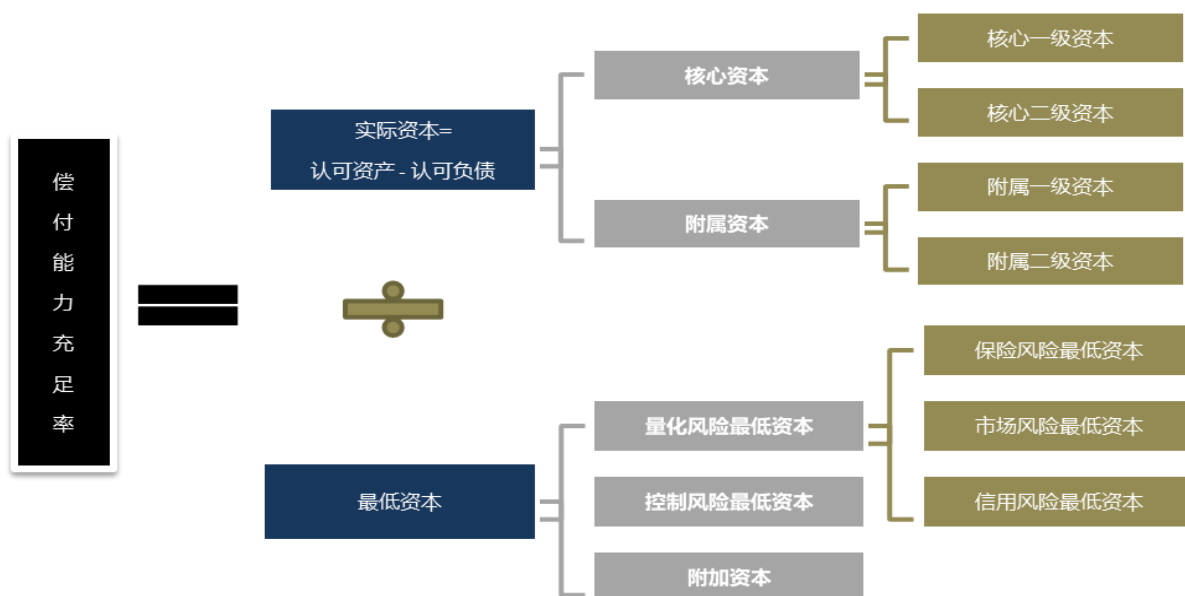
图1：偿二代二期工程整体框架



数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：蓝色标注的文件为二期工程新增

偿付能力充足率计算框架。偿付能力，是保险公司对保单持有人履行赔付义务的能力。银保监会以风险为导向，制定定量资本要求、定性监管要求、市场约束机制相结合的偿付能力监管具体规则，对保险公司偿付能力充足率状况、综合风险评级、风险管理能力进行全面评价和监督检查，并依法采取监管措施。偿付能力监管指标包括：核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率、风险综合评级。核心偿付能力充足率=核心资本/最低资本，衡量保险公司高质量资本的充足状况；综合偿付能力充足率=（核心资本+附属资本）/最低资本，衡量保险公司资本的总体充足状况。

图2：偿付能力充足率计算框架



数据来源：银保监会，东吴证券研究所；

1.2. 样本选择

我国专业互联网保险公司数量较少，公司间分化和差异明显。2013 年以来，为贯彻落实《国务院于加快发展现代保险服务业的若干意见》精神和国务院于“互联网+”的战略部署，充分发挥互联网保险在促进金融普惠、服务经济社会发展方面的独特优势，原保监会先后批复设立四家专业互联网保险公司（众安在线、泰康在线、安心保险和易安保险）。

众安在线业务规模显著领先其余三家，其以健康、数字生活、消费金融、汽车为主要生态保险端来源，种类丰富结构均衡。众安在线于 2020 年首次实现整体盈利，2021 年首次实现承保盈利，2021 年公司综合成本率降至 99.6%，同比下降 2.9 个百分点。其中，赔付率为 57.6%，同比上升 3.5 个百分点；费用率为 42.0%，同比下降 6.4 个百分点。众安在线于互联网保险赛道显著领跑同业原因在于：一方面公司是国内首家专业互联网保险公司，先发优势明显且股东实力雄厚，蚂蚁集团、腾讯控股和中国平安为公司业务、渠道和资管领域积极赋能；另一方面，承保率先实现承保盈利得益于以用户为核心迭代产品，做强自有渠道、交叉销售，以及科技赋能降本增效。公司通过“保险+科技+服务”闭环式发掘细分市场。此外众安也是百万医疗险这一细分赛道上的行业引导者，由公司推出的“尊享 e 生”百万医疗险是市场上的首款百万医疗险产品。在产品迭代创新上，尊享 e 生也做到了“创新领跑，与时俱进。”持续扩充了多条行业领先性保障责任。

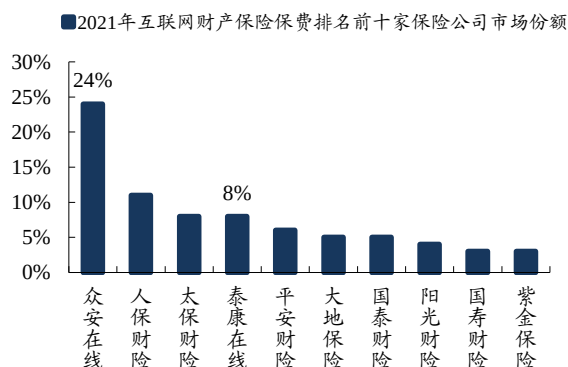
泰康在线背靠泰康保险，着力于科技型保险和保险线上服务，依托泰康集团保险生态，打造贴合互联网生态的保险产品。泰康在线致力于通过“保险+科技”、“保险+服务”的“双生态”战略，实现保险与科技的深度融合及保险金融属性和服务属性的深度结合，打造国际领先的科技型、服务型互联网保险公司。公司积极打造极致用户体验，助力用

户健康管理，服务能力涵盖远程家庭医生服务、急速理赔服务、齿科保健服务、个性化体检服务、快速就医服务和住院押金垫付服务等。

相较之下，安心保险和易安保险发展面临困境。2018 年信保险业务严重拖累安心保险和易安保险经营活动陷入困境，业务停滞。安心保险目前偿付能力严重不足，短期健康险、车险业务无法正常展，流动性压力较大。银保监会已于 2021 年 1 月 13 日向公司发送行政监管措施决定书：责令增资、停止其接受车险新业务、限制高级管理人员的薪酬水平。易安保险由于偿付能力严重不足，已于 2020 年 7 月 17 日被银保监会接管。

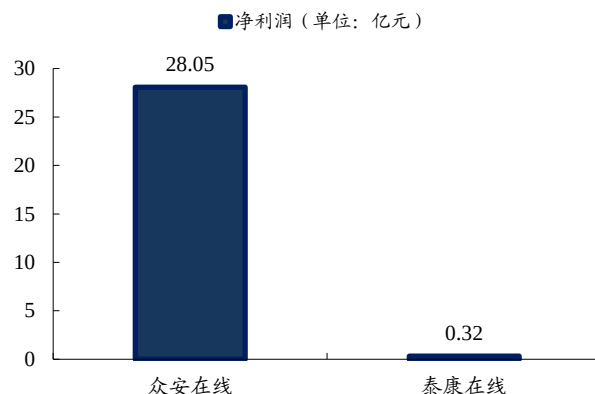
我们选取众安在线和泰康在线作为样本进行分析。易安保险自 2020 年末披露偿付能力信息，安心保险 1Q22 保费收入为-934 万元，样本可比性相对较差；因此我们重点选取众安在线和泰康在线作为样本进行分析。2021 年众安在线和泰康在线原保费收入分别为 203.74 亿元和 71.41 亿元，同比增速分别为 22%和-24%，市场份额分别为 25%和 8%；实现净利润 28.05 和 0.32 亿元。

图3：2021 年互联网财产保险保费排名前十份额



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图4：样本互联网保险公司净利润（2021）



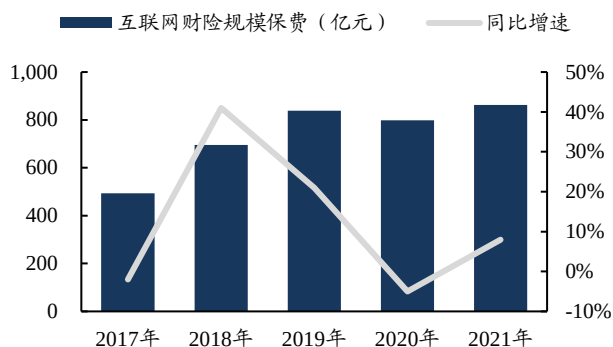
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

1.3. 2021 年互联网产寿险经营回眸

互联网财险保费规模增速放缓，寿险保持平稳增长。据保险行业协会数据，2021 年互联网财产保险保费规模达 862 亿元，同比增长 8%，较 2018 至 2019 年增速放缓，但较财险行业整体增速仍高出 7 个 pct.，互联网财产保险业务渗透率¹由 2020 年的 5.9% 上升至 2021 年的 6.3%。互联网人身保险业务则继续保持平稳增长，规模保费达 2917 亿元，同比增长 38%。

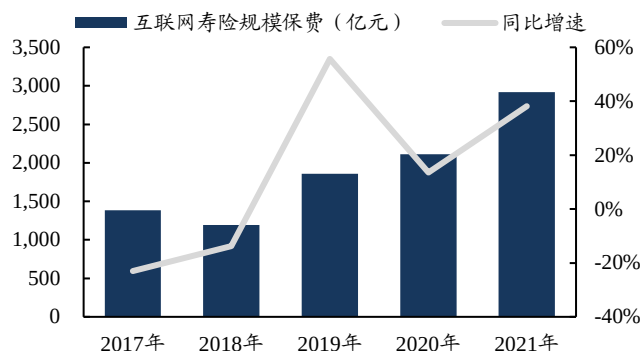
¹指互联网财产保险业务保费与产险公司全渠道业务保费的比值

图5: 互联网财产保险保费收入及同比增速



数据来源: 保险行业协会, 东吴证券研究所

图6: 互联网人身保险保费收入及同比增速



数据来源: 保险行业协会, 东吴证券研究所

互联网车险扭转负增长局面, 信用保证险、责任险成增量贡献主力。2021年, 互联网车险累计保费收入224亿元, 同比增长1%, 结束了连续两年负增长超过20%的局面。在车险综改后时代, 车险业务发展趋于规范, 头部保险公司依托其规模效应和成本管控能力, 市场集中度逐步提升。从互联网非车险种看, 意外健康险、信用保证险、责任险、财产险及其他险种累计保费收入分别为290亿元、112亿元、68亿元、40亿元和128亿元, 信用保证险、责任险、财产险和其他险种合计贡献增量91亿元, 其中信用保证险贡献增量50亿元, 责任险贡献增量20亿元, 成增量贡献主力。

意外健康险4Q21明显负增长, 拖累全年互联网保费增长。2021年8月, 银保监会发布《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》, 要求各保险机构全面开展自查自纠及整改工作。各保险机构对于存在首月N元等问题的互联网健康险业务全面下架。2021年10月, 银保监会印发《意外伤害保险业务监管办法》, 聚焦赔付率低、佣金高、销售行为不规范等突出问题, 深挖根源, 从制度上有针对性地治理, 全面规范意外险业务发展。互联网意外健康险2021年9月保费收入同比下降达121%。自11-12月起, 意外健康险市场回归理性、业务逐步恢复, 但全年仍同比下降9%, 拖累全年互联网保费增长。

表1: 互联网财产保险各细分险种 2021年保费增速

单位: 亿元	2021年保费收入	较2020年保费变动	同比增速	占比
意外健康险	290	-30	-9%	33.7%
车险	224	3	1%	25.9%
信用保证险	112	50	80%	13.0%
责任险	68	20	43%	7.8%
财产险	40	9	28%	4.7%
其他	128	12	11%	14.9%
合计	862	64	8%	100.0%

数据来源: 保险行业协会, 东吴证券研究所

互联网人身保险保持稳定增长，结构持续调整。2021 年，互联网人寿保险、健康保险、年金保险及意外险累计保费收入分别为 1899 亿元、551 亿元、414 亿元和 52 亿元。其中，人寿保险仍为主力险种，同比增长超过 60%；健康保险取代年金保险成为第二大险种，占比为 18.9%；年金保险占比同比下降 9 个 pct.；意外险保费下降 28%，占比下降 1.6 个 pct。

表2：互联网人身保险各细分险种 2021 年保费增速

单位：亿元	2021 年保费收入	较 2020 年保费变动	同比增速	占比
人寿保险	1899	726	62%	65.1%
健康保险	551	176	47%	18.9%
年金保险	414	-76	-15%	14.2%
意外险	52	-20	-28%	1.8%
合计	2917	806	38%	100.0%

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

2. 主要监管指标结果分析

根据要求，保险公司应当列报偿付能力充足率指标、流动性风险监管指标和监测指标以及主要经营指标。为了更好对比互联网保险公司与传统财险公司经营表现，我们将样本互联网保险公司二期工程下披露的经营指标与六家头部传统财险公司（人保财险、平安财险、太保财险、太平财险、大地财险和国寿财险）进行对比分析。

2.1. 偿付能力充足率指标

1Q22 样本互联网保险公司期末实际资本为 194 亿元，较 4Q21 末环比减少 5.53%，其中核心资本较 4Q21 环比下降 5.53%至 194 亿元；1Q22 末最低资本为 60 亿元，较 4Q21 环比增长 28.90%。二期工程下样本互联网保险公司实际资本与核心资本略有下降，但分母最低资本有所增长，所以核心偿付能力充足率与综合偿付能力充足率均出现一定程度下降。

表3：样本互联网保险公司 1Q22 偿付能力环比变化情况（1Q22 环比 4Q21）

1Q22 偿付能力表 (本季末环比上季末)	众安在线	泰康在线	传统财险公司
认可资产	7.14%	-1.43%	5.8%
认可负债	16.32%	-0.50%	7.6%
实际资本	-5.78%	-4.44%	1.2%
最低资本	41.57%	-11.26%	24.8%
核心偿付能力溢额	-18.50%	-1.56%	-27.2%
核心偿付能力充足率(%)	314.37%	363.32%	188.2%
核心偿付能力充足率变化	-157.98pct.	25.93pct.	-63pct.
综合偿付能力溢额	-18.50%	-1.56%	-12.1%
综合偿付能力充足率(%)	314.37%	363.32%	225.5%
综合偿付能力充足率变化	-157.98pct.	25.93pct.	-52.7pct.

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

众安在线核心偿付能力充足率降幅相对较大且整体偿付能力水平低于同业与传统财险公司，泰康在线偿付能力较为稳定且有所提升。1Q22 末样本互联网保险公司核心偿付能力充足率与综合偿付能力充足率环比下降 118pct.至 322.45%（两者一致）。其中泰康在线和众安在线核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率 363.3%和 314.4%，均显著高于传统财险公司 188.2%。从核心偿付能力充足率来看，二期工程下 1Q22 相比一期工程下 4Q21 末，泰康在线核心偿付能力充足率变化+25.9pct.，优于传统财险公司 -63pct.；众安在线-158.0pct.，不及传统财险公司。

众安在线实际资本受二期规则下口径调整、净资产变动、子公司权益法调整等多因素综合影响出现小幅下降。1）1Q22 众安保费收入继续增长，赔付及费用率状况较上季均有下降，综合成本率环比改善，承保利润增长约 3 亿继续起到增厚净资产的作用。2）主要受偿二代二期新规下偿付计量口径调整影响，作为结构化主体的委外资产包穿透后，实际资本相应减少了委托资产包部分的权益价格调整的部分。3）1Q22 非保险类子公司权益价格调整增亏 2.57 亿对净资产变动也有影响；4）投资端受国内疫情反复及全球金融环境波动的影响，1Q22 投资收益率为-0.4%，对当期末净资产增厚有一定的影响。

众安在线实际资本方面，1Q22 末公司风险分散前保险、市场和信用风险最低资本较上季度分别环比增长 52.30%、65.67%和 28.68%。分别来看，（1）保险风险最低资本方面，1）4Q21 公司综合成本率 99.63%，1Q22 大幅下降至 91.68%，得益于业务有持续优化，产品质量提高，从而承保盈利。各险种中，除船货特险及责任险这两个保费占比较小的险种过去 12 个月综合成本率有上升外，其他均有下降；2）二期规则下保险风险最低资本增加了融资性信用保证保险风险最低资本的计量，其作为公司的主要险种之一，虽然业务有不断优化，综合成本率有下降，但整体对公司保险风险最低资本有增提的影响，融资性信用保证保险风险最低资本为 25.74 亿。（2）市场风险最低资本方面，公司根据市场环境适当调整资产配置，自营及委外管理人灵活调整高弹性固收权益持仓，注重平衡风险与收益获取。1Q22 末需计提利率风险最低环比上季末减少 0.26 亿、权益价格风险最低资本环比上季末增加 12.42 亿、境外权益类资产价格风险最低资本环比增加 0.07 亿、汇率风险环比增加 0.87 亿，使得市场风险最低资本增提 12.24 亿，增幅 65.67%。增幅加大的原因主要是由于 1）二期规则及过渡期政策下，非保险类子公司的基础因子采用 0.4，再加上集中度风险因子的 0.4 的作用；2）1Q22 公司对非保险类子公司增资计划中最后 12 亿到位；3）1Q22 公司增加了沪港通股票的持仓。（3）信用风险最低资本方面，利差风险最低资本环比上季末减少 0.12 亿，以及二期规则下其他应收及预付款分账龄、再保分出再保分入人风险因子变动等因素，合计造成信用风险最低资本环比多计提 28.68%。

样本互联网保险公司预计 2Q22 偿付能力充足率有微幅提升，领先传统财险公司。根据要求，保险公司应当列报偿付能力充足率指标的本季度数、上季度可比数和基本情

景下的下季度预测数²。从下季度（也即 2Q22）预测值来看，样本互联网保险公司核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率环比上升 12.29 个 pct.至 334.74%（两者一致）。从核心偿付能力充足率预计值来看，2Q22 相比 1Q22 末，样本互联网保险公司变化幅度由低至高为泰康在线（30.1pct.）、众安在线（9.26pct.），均高于传统财险公司（-0.4pct.）

表4：样本互联网保险公司 1Q22 偿付能力变化表下季度预测值环比变化情况（2Q22 环比 1Q22 末）

1Q22 偿付能力表 (本季末环比上季末)	众安在线	泰康在线	传统财险公司
认可资产	-0.10%	6.23%	1.1%
认可负债	-1.10%	7.36%	0.9%
实际资本	1.65%	2.41%	1.5%
最低资本	-1.26%	-5.43%	2.3%
核心偿付能力溢额	3.01%	5.38%	1.9%
核心偿付能力充足率（%）	323.63%	393.41%	187.8%
核心偿付能力充足率变化	9.26pct.	30.09pct.	-0.4pct.
综合偿付能力溢额	3.01%	5.38%	0.8%
综合偿付能力充足率（%）	323.63%	393.41%	223.7%
综合偿付能力充足率变化	9.26pct.	30.09pct.	-1.8pct.

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2.2. 流动性风险监测指标

根据要求，财产保险公司的流动性风险监测指标包括经营活动净现金流、百元保费经营活动净现金流、特定业务现金流支出占比、规模保费同比增速、现金及流动性管理工具占比、季均融资杠杆比例、AA 级（含）以下境内固定收益类资产占比、持股比例大于 5%的上市股票投资占比、应收款项占比、持有关联方资产占比等。

表5：样本互联网保险公司 1Q22 流动性风险监测指标结果

流动性风险监测指标	众安在线	泰康在线	传统财险公司
经营活动净现金流（亿元）	3.77	0.58	-
百元保费经营活动净现金流（元）	5.51	3.44	3.5
特定业务现金流支出占比	12.01%	6.21%	3.2%
规模保费同比增速	21.92%	-43.29%	11.7%
现金及流动性管理工具占比	19.99%	2.66%	3.4%
季均融资杠杆比例	15.00%	16.02%	4.0%
AA 级（含）以下境内固定收益类资产占比	0.13%	0.37%	0.4%
持股比例大于 5%的上市股票投资占比	0.00%	0.00%	4.6%
应收款项占比	12.86%	27.27%	15.3%
持有关联方资产占比	9.11%	3.56%	8.7%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

首次披露百元保费经营活动净现金流。百元保费经营活动净现金流计算方式为经营活动净现金流 ÷ 保费收入 × 100。其中，经营活动净现金流及保费收入的计算口径均为

²下季度预测数主要考虑如下因素，对公司偿付能力状况有重大影响的经营经营活动，包括公司改制上市计划、新产品上市计划、分支机构开设计划、业务结构调整、资产配置变化、资产负债管理改进等；预测时采用的重大假设，包括新业务假设、赔付率假设、死亡发生率假设、疾病发生率假设、退保率假设、费用假设和投资收益率假设等；

本年累计数。众安在线百元保费净现金流表现亮眼，1Q22 末样本保险公司百元保费经营活动净现金流由高至低为众安在线（5.51 元）、传统财险公司（3.5 元）、泰康在线（3.44 元）。规模保费同比增速由高至低为众安在线（21.9%）、传统财险公司（11.7%）、泰康在线（-43.3%）。较之承保利润，净现金流更直观反映保险公司盈利质量。净现金流高低差异来自费用端差异，优秀的财险公司在聚焦保费增长的同时，有效控制费用投放，实现现金流平衡。互联网保险公司非车业务虽然占比显著高于传统财险公司，但由于主要为 To C 业务，应收保费占比整体低于传统财险公司平均水平。

图7: 1Q22 样本互联网保险公司百元保费经营活动净现金流

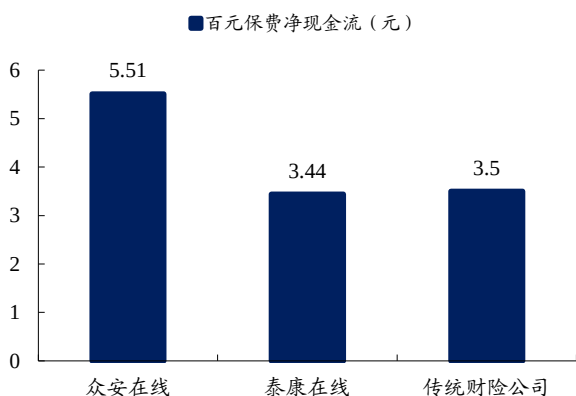
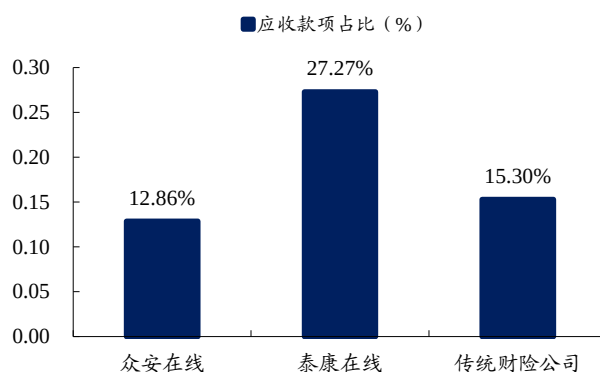


图8: 1Q22 应收款项占比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

3. 互联网保险公司经营分析

互联网保险公司沿袭了财险公司的披露要求和框架。根据要求，保险公司应当列报经营指标的本季度数和本年度累计数。我们可以将指标披露分为两类：保险公司统一披露的经营指标（产寿险公司统一披露）、保险公司专属指标（包括效益类指标和规模类指标）。监管本次季度报告披露中要求新增披露多种此前未要求披露的指标，并且以效益类指标为先、规模类指标次之，体现高质量发展的政策引导。

表6: 经营指标披露要求

指标名称	指标类型	计算方法	是否披露
保险业务收入	保险公司统一披露经营指标	与利润表保持一致	是
净利润		与利润表保持一致	是
总资产		与利润表保持一致	是
净资产		与利润表保持一致	是
保险合同负债		未到期责任准备金、未决赔款准备金、寿险责任准备金和长期健康险责任准备金	是
基本每股收益		EPS	是
净资产收益率		ROAE	是
总资产收益率		ROAA	是

投资收益率		$(\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑损益} - \text{投资资产减值损失} - \text{投资业务的税金及附加} - \text{利息支出}) \div \text{报告期资金运用平均余额} \times 100\%$	是
综合投资收益率		$(\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑损益} + \text{可供出售金融资产的公允价值变动净额} - \text{投资资产减值损失} - \text{投资业务的税金及附加} - \text{利息支出}) \div \text{报告期资金运用平均余额} \times 100\%$	是
综合成本率	效益类指标	$(\text{赔付支出} + \text{未决赔款准备金变动额} - \text{摊回赔付支出} + \text{业务及管理费} + \text{手续费及佣金} + \text{分保费用支出} + \text{承保业务的税金及附加} - \text{摊回分保费用}) \div (\text{自留保费} - \text{未到期责任准备金变动额}) \times 100\%$	是
综合费用率		$(\text{业务及管理费} + \text{手续费及佣金} + \text{分保费用支出} + \text{承保业务的税金及附加} - \text{摊回分保费用}) \div (\text{自留保费} - \text{未到期责任准备金变动额}) \times 100\%$	是
综合赔付率		$(\text{赔付支出} + \text{未决赔款准备金变动额} - \text{摊回赔付支出}) \div (\text{自留保费} - \text{未到期责任准备金变动额}) \times 100\%$	是
手续费及佣金占比		手续费及佣金支出 $\div$ 保费收入	是
业务管理费占比		业务管理费 $\div$ 保费收入	是
签单保费	规模类指标	签单销售的保单保费总额	是
车险签单保费		车险签单销售的保单保费总额	是
非车险前五大险种的签单保费		非车险前五大险种销售的保单保费总额	是
车险车均保费		车险新单保费收入 $\div$ 新承保车辆	是

数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：报告期资金运用平均余额 = (期初资金运用余额 + 期末资金运用余额) $\div$ 2，计算时应扣除独立账户的投资资产及其投资收益

3.1. 主要经营指标分析

从当季表现综合来看，众安、泰康净投资收益率甚微，泰康在线保险业务收入增速为负。1Q22 样本互联网保险公司合计实现保险业务收入 66.5 亿元，同比下降 11.11%；实现净利润 2.37 亿元，同比下降 21.32%；期末净资产为 223.85 亿元，1Q22 的净资产收益率为 1.06%，平均投资收益率为 -0.22%。保险业务收入增速由高至低为众安在线 (10.23%)、泰康在线 (-43.29%)，均不及传统财险公司 (11.8%)。从盈利能力来看，ROE 由高至低为众安在线 (1.1%)、泰康在线 (1.0%)，均不及传统财险公司 (3.3%)。

1Q22 样本互联网保险公司投资收益率均为负数，主要受资本市场大幅波动拖累，众安在线和泰康在线 1Q22 净利润同比增速为负。从投资能力来看，1Q22 沪深 300 和创业板指分别下跌 14.5% 和 20.0%，而 1Q21 同期分别小幅下跌 3.1% 和 7.0%，且公司兑现浮盈，同期利润基数较高，样本保险公司投资收益率均有不同程度下降。投资收益率由高至低为传统财险公司 (0.8%)、泰康在线 (0.3%)、众安在线 (-0.4%)。更能体现投资能力全貌的综合投资收益率由高至低为传统财险公司 (-0.2%)、泰康在线 (-1.5%)、众安在线 (-1.8%)。综合影响下，1Q22 样本互联网保险公司净利润增速由高至低为泰康在线 (104.3%)、传统财险公司 (-20.4%)、众安在线 (-90.3%)。

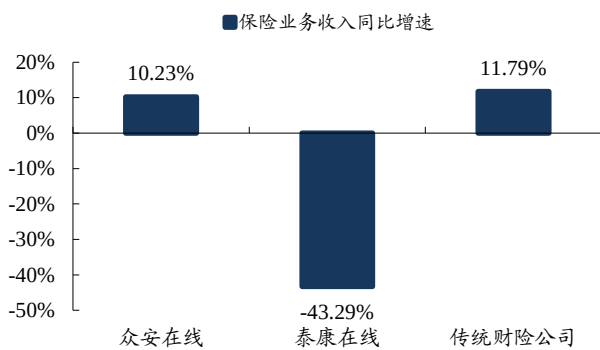
奥密克戎变异毒株散发对互联网财险业务影响整体利大于弊。互联网保险公司以非车险业务为主，疫情散发对企财险赔付率和签单保费有冲击，但意外险和短期健康险的出险率同样明显下降，赔付速度也略有放缓。整体来看，存量业务赔付下降带来的承保利润增厚高于短期新增业务收缩的影响。

表7: 1Q22 样本互联网保险公司主要季度经营指标汇总

指标名称-本季末数	众安在线	泰康在线	传统财险公司
保险业务收入 (亿元)	50	17	
净利润 (亿元)	2	0	
总资产 (亿元)	461	160	
净资产 (亿元)	187	37	
保险合同负债 (亿元)	91	57	
净资产收益率 (%)	1.06%	0.99%	3.3%
总资产收益率 (%)	0.44%	0.23%	0.8%
投资收益率 (%)	-0.40%	0.31%	0.8%
综合投资收益率 (%)	-1.83%	-1.49%	-0.2%

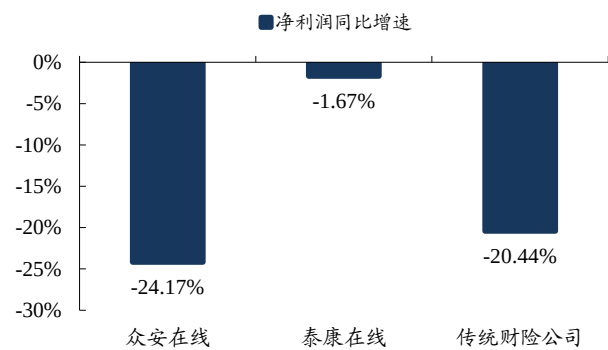
数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图9: 1Q22 样本互联网保险公司保费收入增速对比



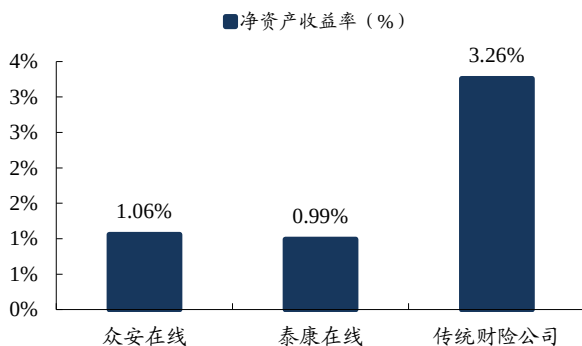
数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图10: 1Q22 样本互联网保险公司净利润增速对比



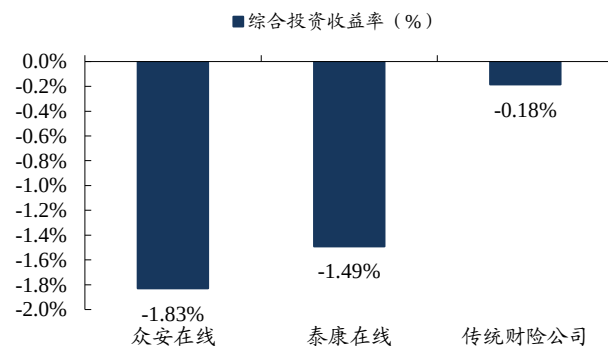
数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图11: 1Q22 样本互联网保险公司 ROE 水平



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图12: 1Q22 样本互联网保险公司综合投资收益率水平



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

3.2. 承保效益分析

互联网保险公司的经营没有充分体现精细化效率，费用率水平显著高于传统财险公司。1Q22 样本互联网保险公司综合成本率由高至低为泰康在线（99.3%）、传统财险公司（96.4%）、众安在线（91.7%）³；众安在线综合成本率显著优于同业，系其业务综合赔付率较低，但综合费用率尚需控制。其中：综合费用率由高至低为泰康在线（40.4%）、众安在线（37.0%），均显著高于传统财险公司（26.7%）。近年来，互联网保险公司综合费用率已有较大改善，从五年前 70% 左右降至 40% 左右；但与传统财险公司 30% 左右的费用率相比，仍具有较大的改进空间；综合赔付率由高至低为传统财险公司（69.7%）、泰康在线（59.0%）、众安在线（54.7%）。

众安在线费用率显著低于样本同业主要系公司手续费率和业务管理费优势明显，但相较于传统财险公司而言仍然偏高。1Q22 样本互联网保险公司手续费及佣金占比由高至低为泰康在线（13.6%）、众安在线（10.5%）、传统财险公司（8.4%）。1Q22 样本互联网保险公司业务管理费占比由高至低为众安在线（27.4%）、泰康在线（26.4%）、传统财险公司（13.5%）。

我们预计未来费用率仍有进一步下降的空间。2021 年 11 月末，银保监会有关部门负责人就《意外伤害保险业务监管办法》答记者问中明确指出“引导降低意外险佣金费用水平，进一步规范意外险市场秩序。针对以往部分意外险佣金畸高等乱象问题，要求各保险公司报备佣金费用率上限，对实际支付佣金费用率超出报备佣金费用率的公司，依法追究相关责任，引导保险公司合理支付佣金费用，降低产品价格，更好地让利于消费者。”监管强化信息披露的意图十分明显，系推动保险公司合理支付佣金费用，更好保障消费者权益。

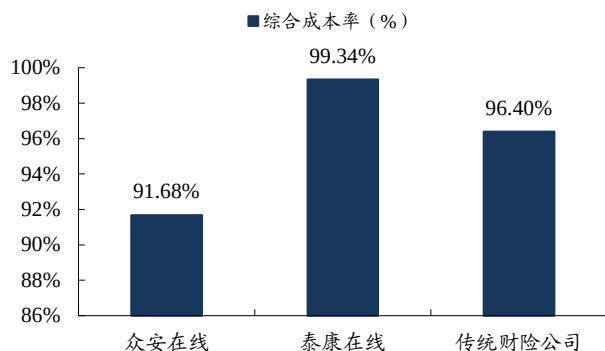
表8：1Q22 样本互联网保险公司主要季度效益类指标汇总

指标名称-当季度	众安在线	泰康在线	传统财险公司
综合成本率（%）	91.68%	99.34%	96.4%
综合费用率（%）	37.02%	40.38%	26.7%
综合赔付率（%）	54.66%	58.96%	69.7%
手续费及佣金占比（%）	10.45%	13.56%	8.4%
业务管理费占比（%）	27.41%	26.35%	13.5%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

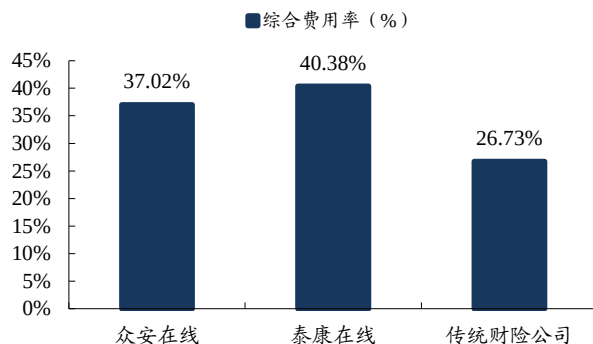
³ 1Q22 样本互联网保险公司偿付能力季度报告摘要中综合成本率与上市公司季报口径略有差异（中国财险偿付能力报告摘要中综合成本率为 95.06%，季度报告口径为 95.6%），主要系对应收保费资产减值损失处理，在偿付能力报告摘要中监管统一将应收保费的减值损失作为营业外收支，而在中国财险港股披露中公司作为承保利润中费用支出。

图13: 1Q22 样本互联网保险公司综合成本率



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

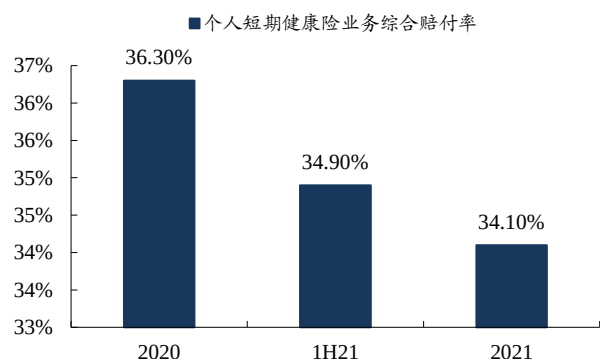
图14: 1Q22 样本互联网保险公司综合费用率



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

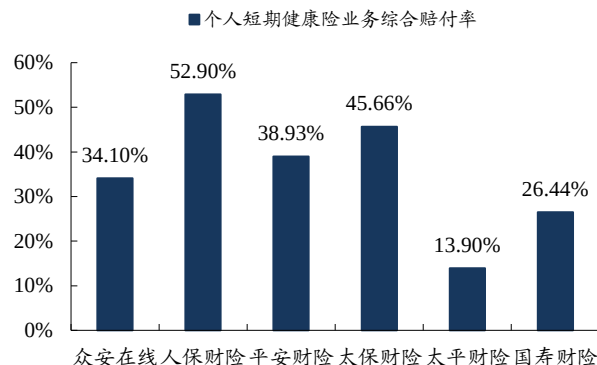
赔付率提升仍有空间。根据 13 精统计, 共有 110 家保险公司披露了 2021 年个人短期健康险业务整体综合赔付率, 其中包括 70 家人身险公司, 40 家财产险公司, 除去赔付率畸高和畸低的个别险企后: 全行业平均综合赔付率仅为 40.35%。监管部门推动险企公布短期健康险综合赔付率背景系部分险种赔付率极低, 大量费用投放到销售中介和平台, 消费者实际获益有限。监管意欲通过信息披露的方式, 希望消费者能够更好的看清楚短期健康险产品的实际价值, 同时也倒逼险企提升经营效率。客观来看, 短期健康险综合赔付率过高不利于产品长期发展, 很有可能被险企停售, 导致消费者无法继续投保; 综合赔付率过低的产品, 对于消费者而言, 赔付率“略高”的产品更能体现产品“姓保属性”。较低的赔付率可能与产品经营周期有关 (如产品销售处于初期, 赔付高峰未到), 也可能与公司百万医疗业务设置过高免赔额有关。保险公司的经营一贯遵循“费赔联动”法则, 相对较低的赔付率往往会带动费用率上升, 能否有效控制费用率是下一阶段险企经营健康险面临的重要挑战。

图15: 众安在线个人短期健康险业务综合赔付率



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图16: 2021 年全行业个人短期健康险业务综合赔付率



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

⁴注: 综合赔付率 = (再保后赔款支出 + 再保后未决赔款准备金提转差) ÷ 再保后已赚保费

3.3. 渠道贡献分析

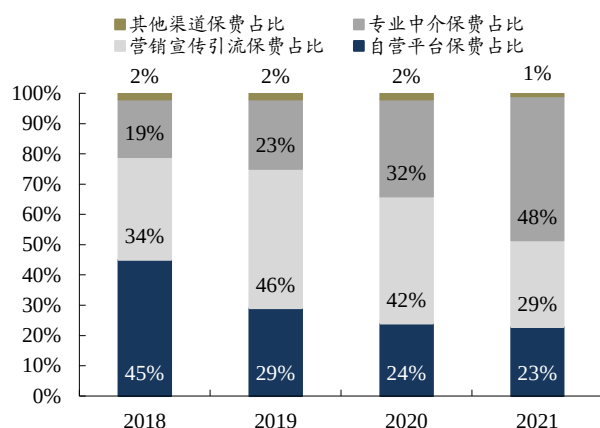
根据 2020 年末发布的《互联网保险业务监管办法》，“保险公司开展互联网保险业务，应结合公司发展战略，做好互联网与其他渠道融合和联动，充分发挥不同销售渠道优势，提升业务可获得性和服务便利性，做好经营环节、人员职责和业务数据等方面的有效衔接，提高消费者享有的服务水平”，同时在业务核算统计时，要求“应将通过直销、专业代理、经纪、兼业代理等销售渠道开展的互联网保险业务，计入该销售渠道的线上业务部分，并将各销售渠道线上业务部分进行汇总，反映互联网保险业务经营成果”。

表9: 1Q22 样本互联网保险公司主要季度效益类指标汇总

指标名称-当季度	众安在线	泰康在线	传统财险公司
代理渠道签单保费占比	42.85%	59.31%	57.33%
直销渠道签单保费占比	35.65%	11.51%	31.07%
经纪渠道签单保费占比	21.50%	29.18%	10.43%
其他渠道签单保费占比	0.00%	0.00%	1.17%

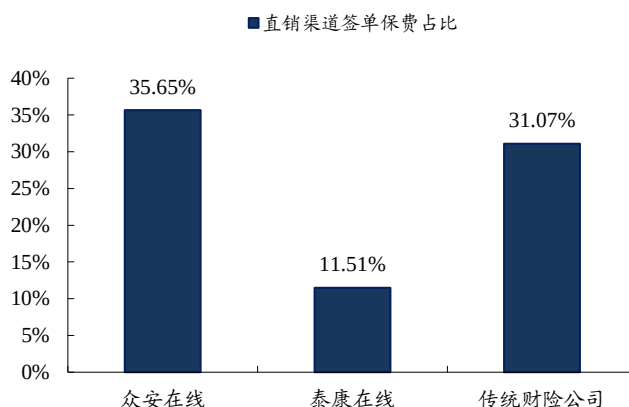
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图17: 互联网财产保险业务渠道占比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图18: 1Q22 样本互联网保险公司直销渠道签单保费占比

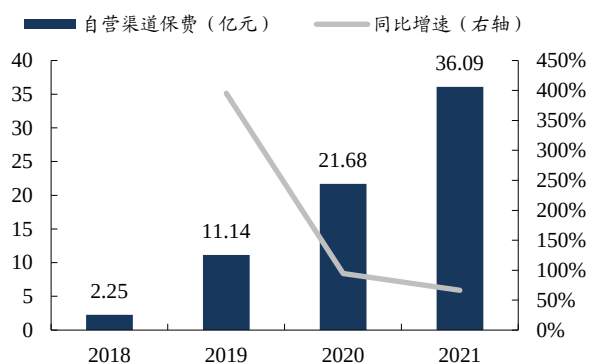


数据来源：银保监会，东吴证券研究所

直销渠道占比有待提升。随着车险综改的不断深入和非车业务占比的提升，提升直销直控渠道能力成为优秀互联网保险公司核心竞争力之一，也是提升费用经营效率的重要手段。我们计算“直销渠道签单保费/整体签单保费”，该指标越高表明渠道管控能力越强。直销渠道签单保费收入占比由高至低为众安在线(35.6%)、传统财险公司(31.1%)、泰康在线(11.5%)。不过直销渠道占比也与业务结构有关，传统财险公司政府类业务占比相对较高(大病保险和农险)，因此体现在报表中直销渠道签单保费占比高且费用率具备明显优势。我们根据“经纪渠道签单保费/整体签单保费”计算经纪渠道签单保费收入占比，该指标越高表明渠道管控能力相对较弱。1Q22 样本互联网保险公司平均占比为 23.56%，由高至低为泰康在线(29.2%)、众安在线(21.5%)、传统财险公司(10.4%)。

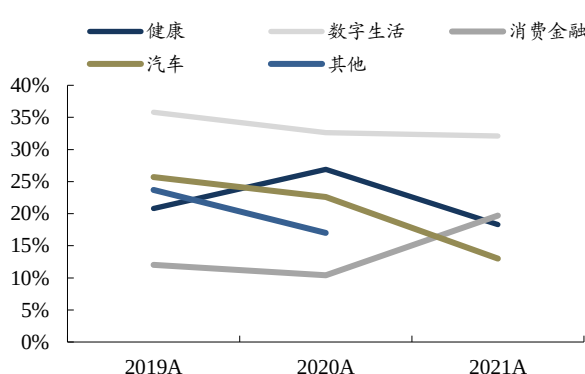
众安在线积极打造生态间的交叉渗透销售。2021 年众安自营渠道的保费达 36.09 亿元，同比增长 66.4%，总保费占比达约 18%。公司积极探索打造生态间的交叉渗透，努力做到为客户生活带去便捷、经济的全方位保障，同时在自营渠道上丰富了产品矩阵，围绕着四大生态的保险保障产品，延伸了医疗健康、家庭、宠物等服务更好的为用户提供价值。2021 年公司整体自营渠道的加复购率达到约 33%，基于自主研发的数据中台和客户中台，众安实现了全局生态的数据实时共享，以每一个用户为单位，进行精细化运营，服务用户全生命周期，公司百万医疗险系列在自营渠道的续保率为 82%。2021 年自营渠道的用户的人均总保费达到 506 元，同比提升 20.2%。众安通过自营平台优化性价比养客，我们以公司“专享多重优享方案”为例，投保人为家人投保最高省 20%（2 人省 5%，3 人省 10%，4 人省 15%，5 人及以上省 20%），通过以点带面的形式实现投保客户覆盖面的扩张和客均价值的充分挖掘。

图19：众安在线自营渠道保费规模及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：众安在线不同渠道费用占净保费比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年 2 月，《互联网保险业务监管办法》正式实施，客户的投保页面必须属于保险机构的自营网络平台，非保险机构将不具有保险销售资格以及部分保险咨询资格。由此，保险公众号、有关视频号等流量平台账户只能充当引流工具，不再具备销售职能。在机构持牌、人员持证的监管原则下，互联网保险市场发展逐步规范，保险专业中介机构保费占比显著提升，营销宣传引流业务占比同比大幅下降。保险专业中介机构凭借其流量运营能力、客户服务能力和生态闭环优势，助力保险公司实现保费规模快速增长，流量投放型业务得到整治和规范性引导，营销宣传引流业务发展趋向合规经营。保险公司自营平台保费占比进一步小幅下滑，平台运营能力有待提升。

当前保险公司在自营平台渠道营运能力仍有待提升。一是在自营网络平台运营搭建能力方面，当前保险公司普遍面临客户触达能力弱、客户运营能力不足、科技能力薄弱等问题，导致自营平台在客户触达、服务、转化、追踪等各环节表现平平；2021 年保险公司自营平台获取的保费收入为 195 亿元，同比增长仅 4%，而专业中介获取的保费收入为 412 亿元，同比增长达 60%。未来，随着互联网财产保险业态发展多元化，发展潜力较大，保险公司应继续大力发展互联网保险核心专业能力，尤其要加强自营平台建设。

自营平台作为保险公司与消费者之间直接关联的桥梁，在感知用户需求、积累产业数据、强化公司与合作方议价能力等方面，相比其他渠道更具优势。二是在线上化系统平台搭建能力方面，大多数保险公司的互联网业务中台或专属的业务系统仍处于发展初期，很多工作仍依赖人工处理，在线上风控、线上客服、线上理赔等功能的准确性和时效上仍有待提升。

图21: 众安流量平台内容营销蓄客



图22: 众安自营平台优化性价比养客



数据来源：众安保险 APP，东吴证券研究所

数据来源：众安保险 APP，东吴证券研究所

众安积极创新运营模式。一方面通过流量平台内容营销蓄客宣传流量平台。另一方面，通过自营平台优化性价比养客。在流量平台投放上⁵，公司培植自营商城，控制渠道成本，提升调价空间。通过宣传流量平台向自营渠道导流，提升导入用户转化率。通过多类型流量平台导入多元用户群体，避免客群画像单一。通过保司公众号等自有宣传平台展开用户教育，增强用户交叉销售。在自营平台建设方面，通过续保保费优惠、免赔额累计共享等方式，增加用户停购或更换产品的机会成本，促进用户持续投保。通过拓展以家庭为单位的保单，不仅提升产品性价比，还扩大了产品在用户朋友圈的渗透，增加品牌黏性。

3.4. 产品创新分析

产品是互联网保险区别传统保险公司核心立足点。1Q22 众安在线和泰康在线车险签单保费占比分别为 4.23% 和 24.62%，远远低于传统财险公司的 50.91%，公司非车业务主要由意外健康险贡献。根据《互联网保险业务监管办法》，保险公司应“优先选

⁵经营互联网保险业务的 APP 名称：众安保险

经营互联网保险业务的微信公众号名称：众安保险、众安健康、众安保险尊享 e 生、众安企业团险、步步保、马上飞、众安百万医疗保险、选百万医疗险、众安儿童保险优选、众安保险福利、众安车险平台、众安防癌医疗险、众安优选健康保险、众安全民保、众安健康保险、众安百万医疗险、尊享 e 生百万医疗险、众安保险商城、亲深圳惠保、众安平联合车险

经营互联网保险业务的微信小程序名称：众安保险、国民医保尊享 e 生、步步保、众安精灵、众安百万医疗保险、众安保险福利、众安健康医疗保险、众安好车主、众安 e 丽

经营互联网保险业务的支付宝小程序名称：众安保险服务、众安尊享 e 生_国民医保、众安老年人保险、医疗保险服务、众安理赔服务、众安意外保险服务、众安健康保_重疾保险、少儿保_儿童保险精选、财产保_家财保险服务、旅行保_旅游保险优选、众安航班飞机延误保险、众安保险规划风险测评、众安直播好生活

经营互联网保险业务的支付宝生活号名称：众安信保、马上金、众安好生活、众安保险、保你懂

经营互联网保险业务的抖音小程序：众安保险

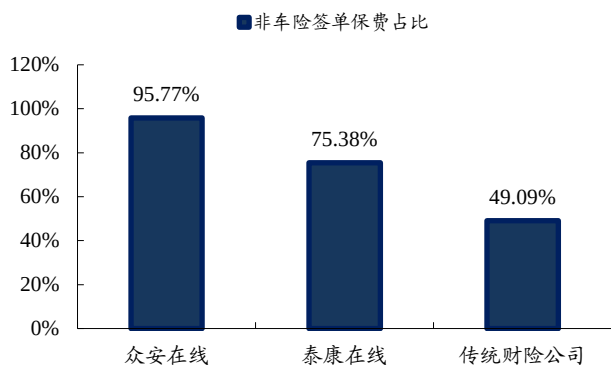
择形态简单、条款简洁、责任清晰、可有效保障售后服务的保险产品，并充分考虑投保的便利性、风控的有效性、理赔的及时性，开发互联网保险产品应符合风险保障本质、遵循保险基本原理、符合互联网经济特点，并满足银保监会关于保险产品开发的相关监管规定，做到产品定价合理、公平和充足”。

表10: 1Q22 样本互联网保险公司主要季度效益类指标汇总

指标名称-当季度	众安在线	泰康在线	传统财险公司
车险签单保费占比	4.23%	24.62%	50.91%

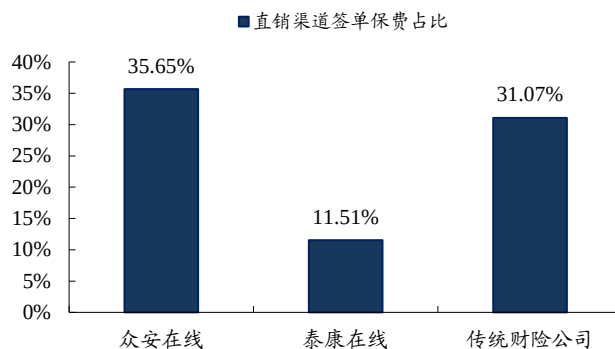
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图23: 1Q22 样本互联网保险公司非车险签单保费占比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图24: 1Q22 样本互联网保险公司直销渠道签单保费占比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

从两家互联网保险公司 2022 年主要报备产品可见公司产品端各有侧重。泰康在线通过在医药生态、健康管理生态、数字生活生态等构建“保险新生态”，充分利用自身背靠泰康集团医康养生态圈的优势。众安在线深耕疾病医疗保险细分领域，并且公司积极探索责任险领域布局机会。

泰康在线 “保险新生态” 为客户带来综合解决方案。在医药生态方面，围绕不同领域的用药需求，泰康在线率先将线上保险与药品进行连接，并协同多方产业资源，构建了“医+药+险”的服务闭环模式。公司聚焦高价抗癌药的保障缺口，在推出的药品保险、医疗险中，通过将高价肿瘤靶向药、CAR-T 疗法药物纳入到药品责任，助力创新疗法和药物的引入，有效减轻了中低收入患者家庭的治疗负担；2021 年 5 月，泰康在线推出“神农保中药险”，通过“按方抓中药、药品报销 45%、送药到家”的模式，填补了互联网中药险的空白；为解决宠物医疗看病难、看病贵的问题，泰康在线推出宠物险“萌宠保·宠物医疗险”，设立的 A、B 两类目录覆盖宠物医院超万家，并通过连接宠物药企形成一揽子服务。在医疗生态方面，泰康在线充分借助集团大健康资源优势，将虚拟保险产品与泰康的实体医养相结合，实现保险支付与服务功能的融合，让用户获得实惠和便利。以泰康在线推出的全系列齿科保险为例，投保普惠齿科保险的客户可享受泰康旗下实体口腔机构“泰康拜博口腔”的医疗服务；购买种植牙医疗险的人群，也可在泰康拜博口腔接受泰康在线优选的种植体品牌进行种植牙治疗。在健康管理生态方面，泰

康在线形成了以控制客群健康风险为导向，以病种为视角，以患者旅程为线索的疾病管理体系。

表11: 泰康 2022 年主要报备产品一览

非机动车第三者责任保险附加驾驶人意外伤害保险（互联网专属）	特定疾病并发症住院费用医疗保险（互联网专属）	特定医疗保险 B 款（互联网专属）	团体白血病医疗保险（互联网专属）	团体齿科医疗保险（互联网专属）	女性特定疾病保险（互联网专属）
重大疾病保险 D 款（互联网专属）	门急诊费用医疗保险 C 款（互联网专属）	雇主责任保险附加营养费津贴（互联网专属）	甲状腺恶性肿瘤复发疾病保险（互联网专属）	附加团体住院津贴医疗保险（互联网专属）	个人预防接种医疗意外保险 B 款（互联网专属）
附加重度恶性肿瘤疾病保险（互联网专属）	个人特定药品医疗保险 E 款（互联网专属）	个人预防接种失效医疗保险（互联网专属）	团体特定医疗保险 D 款（互联网专属）	恶性肿瘤特定医疗费用医疗保险（互联网专属）	互联网医院个人特定药品医疗保险 D 款（互联网专属）
特定传染病保险（互联网专属）	重度恶性肿瘤特定治疗费用医疗保险（互联网专属）	附加特定责任定额赔付医疗保险（互联网专属）	附加团体肺部恶性肿瘤复发疾病保险（互联网专属）	妊娠特定费用医疗保险（互联网专属）	术后康复医疗保险（互联网专属）
附加重大疾病扩展特需医疗保险（互联网专属）	团体医药费用医疗保险（互联网专属）	互联网医院特定药品费用医疗保险（互联网专属）	附加指定场景特定传染病隔离津贴及身故（全残）保险（互联网专属）	团体特定医疗保险 C 款（互联网专属）	指定场景特定传染病疾病保险（互联网专属）
门急诊津贴医疗保险 D 款（互联网专属）	住院费用医疗保险 D 款（互联网专属）	志愿服务医疗保险 A 款（互联网专属）	旅行意外伤害保险 A 款（互联网专属）	附加乳腺恶性肿瘤复发特种药品费用医疗保险 A 款（互联网专属）	附加住院费用医疗保险 A 款（互联网专属）
特定药品费用医疗保险（互联网专属）	中老年医疗保险（互联网专属）	母婴特定疾病医疗保险（互联网专属）	医药费用医疗保险（互联网专属）	个人特定疾病保险 A 款（互联网专属）	附加少儿白血病重度医疗保险（互联网专属）

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

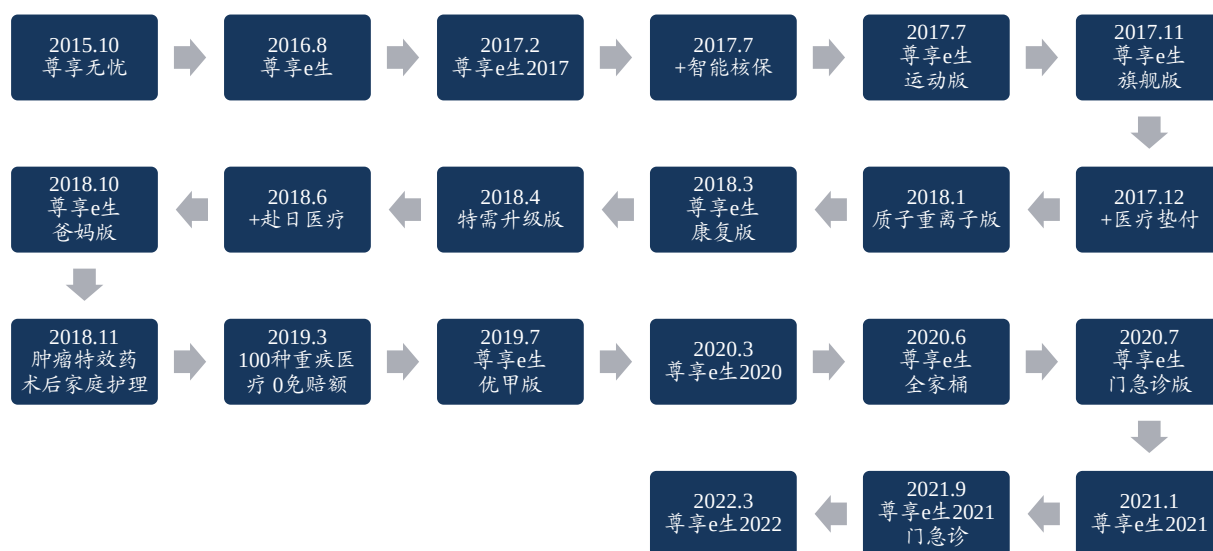
众安在线在百万医疗健康险产品领域有着明显先发优势。百万医疗险通过其高保额、低费率的极致性价比，撬动市场需求快速释放。行业发展初期丰厚的利润回报快速吸引了大量竞争参与者，市场产品数量快速扩充，产品竞争触及阶段性同质化瓶颈。众安创造的第一款成熟的百万医疗险产品——尊享 e 生，诞生至今已完成了 21 次迭代。公司产品迭代方向为 1.0 的医疗补充阶段，发展到 2.0 的范围延展阶段到 3.0 的量体裁衣阶段，为不同年龄群体提供专属保障，创新全民保障定制时代。众安既结合用户切实需要也基于企业能力发展阶段，以“小步快跑”替代“大步慢跑”，小幅优化、多次叠加、有节奏地进行产品迭代创新。2021 年末众安推出尊享 e 生 2022 版，有两大主打点，“全家人人适用”和“不生病也可使用多重增值服务”，一方面在保障责任上针对不同年龄、不同性别、不同健康状况的投保人细分进行升级或优化；另一方面众安在线突破医疗险服务同质化的现状，增值服务范围完整覆盖“大病-小病-未病”的用户健康需求全周期，尊享 e 生正式从保障产品变身为健康管家，开启百万医疗险“不生病也能用服务”的量体裁衣时代。

表12: 众安 2022 年主要报备产品一览

食品安全责任保险附加营业场所责任保险（互联网版）	附加企业施救及维持运营费用损失保险（互联网）	个人恶性肿瘤特定药品费用医疗保险（互联网 2022 版 A 款）	个人乳腺癌复发医疗保险（互联网 2022 版 A 款）	个人养发植发费用补偿保险（互联网版）-未通过	新就业形态用工责任保险（互联网版）
食品安全责任保险附加营业场所非过失补偿保险（互联网版）	附加运动意外伤害医疗费用保险（互联网）	附加个人随身物品损失保险（互联网 2022 版 A 款）	个人齿科医疗保险（互联网 2022 版 A 款）	互联网团体特定医疗保险（2022 版 B 款）	食品安全责任保险附加住院津贴保险（互联网版）
能源费用补偿保险（互联网版）	附加运动意外伤害住院津贴保险（互联网）	个人特定医疗保险（互联网 2022 版 A 款）	个人特定心脑血管疾病医疗保险（互联网 2022 版）	附加个人证件补办费用保险（互联网）	
团体住院医疗保险（互联网普惠版）	个人门急诊医疗保险（互联网 2022 版 D 款）	个人门急诊医疗保险（互联网 2022 版 E 款）	附加意外或疾病身故、重大疾病还款保险（互联网）	附加短期费率调整条款（互联网版）	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图25: 众安在线 2016 年以来持续多次迭代尊享 e 生系列产品



数据来源：公司官网，艾瑞咨询，东吴证券研究所

互联网“万物皆可保”的属性在互联网保险产品已初现端倪。在线上渠道打通的基础上，各保险公司不断挖掘用户需求、设计产品，丰富了保险品种和使用场景。从种类对比，互联网保险产品已跳脱出传统保险，拓展出健康管理、交易安全、生活消费等碎片化生活场景以及企业经营场景。《2022 年中国青年互联网保险服务体验趋势洞察》显示，98% “Z 世代”，即作为互联网原住民的“95 后”群体，愿意尝试新险种，其中宠物险、视力健康险、医美保险、滑雪意外险等创新险备受青睐。产品即服务，场景延伸推动服务不断创新。随着工作压力的增加以及风险意识的变化，传统重疾险、人寿险已无法满足年轻人多样的诉求，更多亚健康场景、交易安全、生活消费等碎片化生活场景逐渐被提出，如网络账户安全险、手机碎屏险、奋斗保等创新保险产品随之涌现。区别于“保险只有理赔服务”的传统观念，五成以上 Z 世代消费者在购险决策中希望增值服务更实用、更便利，日常也能用。互联网保险公司不断进行保险服务模式的创新，让消费者不

出险也能享受更实用、更便利的服务体验。

4. 互联网保险监管动向

4.1. 偿二代二期工程涉及互联网渠道相关变化

偿二代二期工程下互联网渠道费用假设下限下调，利好网销渠道业务发展。《保险公司偿付能力监管规则第3号：寿险合同负债评估》在附件3中根据上年保费收入以及全部长期险产品主险保单件数对保险公司类别进行了划分，其后根据不同公司类别及不同销售渠道对主险、附加险费用假设进行了调整。其中相较于一期规则，网销渠道费用假设对1类较大规模的保险公司未有较大调整，而对2-5类中小规模保险公司费用假设下限有所下调，特别是主险费用假设下限在正式稿中较征求意见稿再次下调。其中对于每件保单、每保单年度费用假设下限多数下调近50%，旨在鼓励中小型保险公司在满足偿付能力监管的前提下继续发展互联网销售渠道业务。

表13：中小规模险企网销渠道费用假设下限下调

公司类别	上年保费收入 (亿元)	全部长期险产品 主险保单件数 (万件)	费用维度	主险费用假设下限	附加险费用假设下限
				(网销渠道)	(网销渠道)
				(元, %)	(元, %)
1类	≥1000	≥2000	每件保费	0.8%	0.8%
			每件保单、每保单年度	15	5
2类	≥200	≥500	每件保费	1.0%	1.0%
			每件保单、每保单年度	20 (30)	5 (10)
3类	≥50	≥200	每件保费	2.0%	2.0%
			每件保单、每保单年度	30 (60)	10
4类	≥20	≥50	每件保费	2.5%	2.5%
			每件保单、每保单年度	40 (80)	10 (20)
5类	其他	其他	每件保费	3.5%	3.5%
			每件保单、每保单年度	50 (100)	10 (20)

数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：括号外为偿二代二期下调后数据，括号内为偿二代一期原始数据

4.2. 《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》的影响仍在持续

“1个规章+N个规范性文件”的互联网保险监管制度体系日臻完善，《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》的影响仍在持续。银保监会构建了以《保险法》为依据，以《互联网保险业务监管办法》为核心，以《关于规范互联网保险销售行为可回溯管理的通知》、《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》、《关于加强和改进互联网财产保险业务监管有关事项的通知》(征求意见稿)等系列规范性文件为配套的“1个规章+N个规范性文件”的互联网保险监管制度体系，提高互联网保险领域监管的灵活性和有效性，逐步构建立体化的互联网保险制度体系，切实保护保险消费者权益。2021年8月，银保监会下发《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》(下称《通知》)。《通知》指出，在互联网保险业务发展进入快车道的时候行业乱象

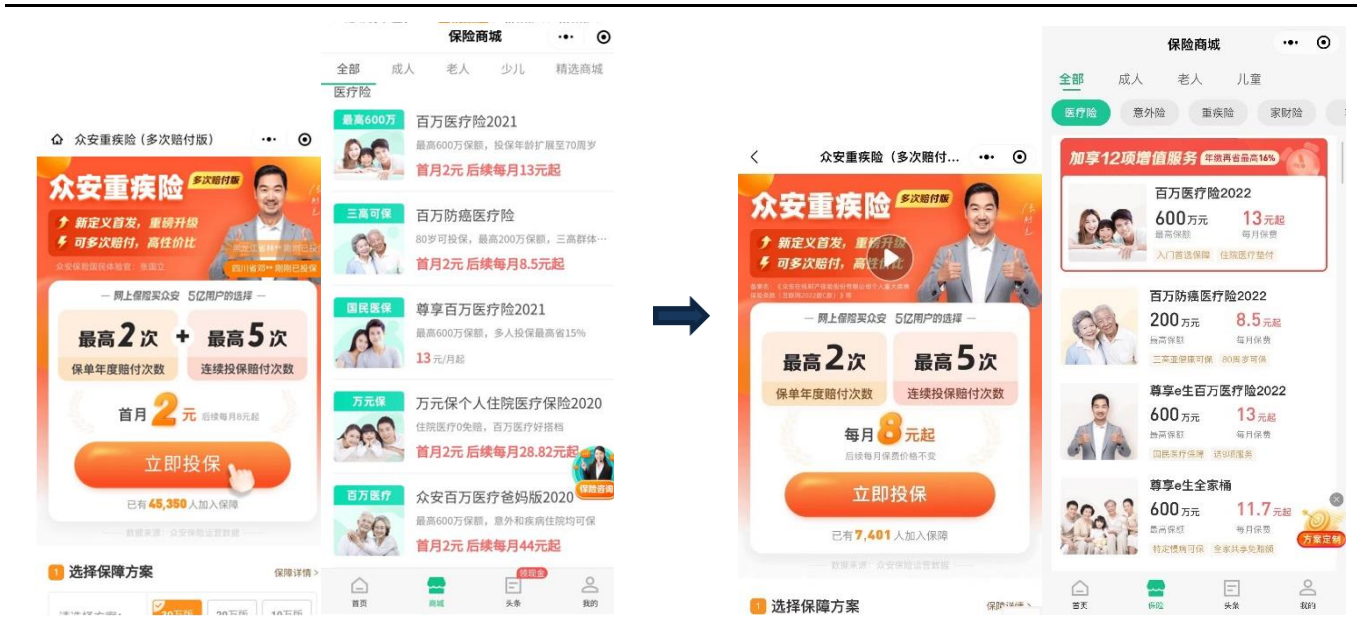
丛生，部分保险机构有着互联网保险产品定价风险突出、线下服务能力不足、销售误导和投诉纠纷较多、销售和技术服务费用虚高、用户信息被非法利用等诸多问题，同时存在个别互联网平台涉嫌非法从事保险业务，迫切需要对互联网保险行业进行整治和规范。

《通知》发布对互联网保险公司造成持续影响。2021年9-12月保费同比降幅逾15%（分别为-23.6%、-21.7%、-15.3%、-17.6%）；2022年1月以来，虽扭转负增长局面，但同比增速仍处于相对较低水平，短期来看公司受到《通知》的持续影响。

我们以监管反复提到的诱导销售领域为例。此前互联网保险公司存在需要整改的乱象主要包括：平台突出宣传“零首付”“低首付”“首月仅为X元”等字样，而未能全面展示保费缴纳整体情况，诱导消费者购买保险；宣称“免费赠送”“免费领取”，实则后续收取客户保费。通过歪曲监管政策、炒作产品“限售、限时、限量”“限时优惠”“剩余X份”等方式诱导消费者购买保险。以“分享有礼”“红包补贴”等方式，非法给予投保人、被保险人、受益人保险合同约定外利益诱导销售保险。

其中“首月X元”现象尤为严重。如“首月0元”，首月不收取保费，给予消费者获得了一个月保费优惠的错觉，实际上是将全年应交保费均摊至后11个月；如将本来应交的12个月每月11元保费，转变成后11个月每月12元保费，消费者实际上并未获得保费优惠。此外，由于多数保险存在30天的等待期，消费者在首月出险时，保险公司通常不予以赔付。此类通过“首月X元”“零首付”等方式，给投保人保费优惠、诱导投保人购买保险的行为，有虚假宣传、欺骗投保人、损害投保人权益嫌疑。

图26：此前互联网保险公司商城平台上“首月X元”宣传用语调整为“每月X元”



数据来源：众安保险 APP，东吴证券研究所

互联网保险产品简化了投保流程、打破了投保的地域限制，更需要保护消费者合法权益。部分经营互联网保险的保险机构在消费者所在地无分支机构，服务流程可能无法

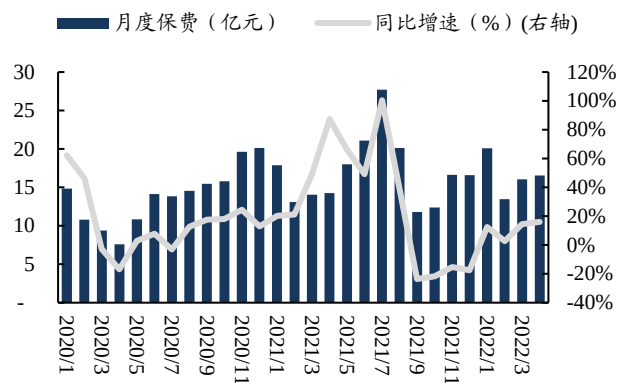
完全通过线上实现，影响后期服务体验，消费者需加以关注。在互联网渠道投保时，《保险条款》、《投保须知》等多份重要文件的“已阅读并同意”按钮及自动续费按钮已被默认勾选。投保时没有任何感觉，特别是缺乏保险相关知识同时对保险需求较大人群，则更容易陷入销售和理赔纠纷。

图27：“首月1元”默认勾选重要条款阅读并同意按钮



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图28：众安在线月度保费增速回落



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年以来各地银保监局加大对整治互联网保险营销宣传乱象。总结来看，主要包括：**1.鼓励消费者选择自营平台。**自营网络平台是指保险机构为经营互联网保险业务，依法设立的独立运营、享有完整数据权限的网络平台。只有保险机构总公司设立的网络平台才是自营网络平台，保险机构分支机构以及与保险机构具有股权、人员等关联关系的非保险机构设立的网络平台，不属于自营网络平台，不得经营互联网保险业务。**2.强调适当性管理及条款确认。**投保过程中要合理评估自身保险需求，优先选择形态简单、条款简洁、责任清晰、售后服务有保障的保险产品。3.要求辖区内险企及中介机构整改存在过度营销、诱导消费问题的互联网保险营销宣传广告。

表14：2021 年以来各地银保监局加大对整治互联网保险营销宣传乱象

时间	发文	概要
2021-03-15	福建局《关于防范互联网保险业务投保环节有关风险的提示》	一、辨别业务资质，远离不法诈骗。 二、选择自营平台，确认合同条款。 三、关注线下环节，提升服务体验。
2021-03-17	重庆局《2021 年第 4 号消费提示：关于互联网保险投保的消费提示》	一是在保险机构的自营网络平台购买互联网保险产品。 二是选购条款清晰、适合自身的保险产品。 三是认真阅读产品条款，重点关注条款内容和服务保障。 四是如实填写投保信息，审慎签字确认。
2021-04-07	天津局开展互联网保险中介业务动态监管	一是开展摸底调研，及时提示风险。二是审慎约谈机构，督促按期整改。三是加强窗口指导，动态贴身监管。
2021-08-25	北京局办公室关于专项整治北京地区互联网保险营销宣传有关问题的通知	保险公司、保险专业中介机构应全面停止在北京地区发布存在过度营销、诱导消费问题的互联网保险营销宣传广告，包括但不限于“首月 1 元”、“1 元升级”、“免费赠险”、“实物抽奖”、“限时停售”等诱导、误导性的内容，以及存在广告标识不清晰、关闭按钮不显著、整屏诱导点击等问题的广告。应当统一管理北京地区互联网保险营

2021-09-24	新疆局关于购买互联网保险产品消费提示	销宣传活动，建立营销宣传内容制作、审核、发布、效果评估相关管理制度，并根据本通知要求建立北京地区互联网保险营销宣传管理台账，未纳入管理台账进行管理的营销宣传广告不得发布。
2021-09-08	广东局黄海晖主持召开互联网保险乱象专项整治工作督导会	一、务必核实销售资质，谨防互联网诈骗。 二、务必仔细阅读合同条款，谨防诱导销售。 三、务必仔细查看操作页面，谨防强制搭售。
2021-10-22	宁夏局大力整治互联网保险营销宣传乱象	局党委委员、二级巡视员黄海晖主持召开广东银保监局互联网保险乱象专项整治工作督导会。9 家保险总公司、16 家保险专业中介机构、10 家银行类保险兼业代理机构参会。 组织一次问题摸查，按机构类别梳理群众反映具体事项；安排一次点对点核查，要求 9 家重点保险机构定向核查辖区保险机构参与发送违规信息的情况；印发一项规范文件，明确互联网保险营销宣传工作监管红线；完成一次行业清查，对保险营销宣传信息进行自查规范，及时清理处置风险问题；发布一项风险提示，提醒消费者辨别宣传信息、防范消费风险，并组织行业转发等

数据来源：各地银保监局，东吴证券研究所

4.3. 监管思路的落脚点在于保护消费者合法权益

银保监会对互联网保险业务开展持鼓励态度，但在鼓励的同时，保护消费者权益是监管思路更为重要的立足点。在 2020 年《互联网保险业务监管办法》中，监管强调鼓励保险与互联网、大数据、区块链等新技术相融合，支持互联网保险在更高水平服务实体经济和社会民生，鼓励保险机构借助科技手段优化产品供给、改进保险服务，提高经营效率。在银保监会的各类监管文件中，我们能多次看到“保护消费者权益”、“防止侵害消费者合法权益”等相关描述。其中《互联网保险业务监管办法》全文合计提到 44 处“消费者”关键词，明确强调“互联网保险产品应符合风险保障本质、遵循保险基本原理、符合互联网经济特点...不得违背公序良俗、不得进行噱头炒作、不得损害消费者合法权益和社会公共利益，不得危及公司偿付能力和财务稳健”。

2021 年以来，银保监会就误导消费者，损害投保人利益等问题对互联网财险公司和互联网经济平台进行处罚。2020 年末银保监会对 4 家保险经纪公司就在宣传销售短期健康险产品中，存在“首月 0 元”“首月 0.1 元”等不实宣传（实际是将首月保费均摊至后期保费）或首月多收保费等问题点评通报批评。2021 年 8 月，众安在线因自营网络平台宣传销售页面欺骗投保人、第三方平台宣传销售页面欺骗投保人等共被罚 145 万元。11 月 9 日，水滴经纪和微医经纪因违规使用条款费率，宣传“首期 0 元”售安财险分别被罚 100 万元、10 万元。我们认为，相关处罚背后的监管思路一脉相承，体现了监管对销售误导的严厉监管态度。

表15：近期监管对互联网渠道销售的处罚案例

公司名称	时间	主要原因	处罚措施
安心财险、轻松保经纪、津投经纪、保多多经纪	2020/12/2	在宣传销售短期健康险产品中，存在“首月 0 元”“首月 0.1 元”等不实宣传（实际是将首月保费均摊至后期保费），或首月多收保费等问题。上述行为涉嫌违反《保	点名问题通报

		险法》中“未按照规定使用经批准或者备案的保险条款、保险费率”“欺骗投保人”等相关规定。	
众安在线	2021/8/2	(1) 自营网络平台宣传销售页面欺骗投保人。(2) 第三方平台宣传销售页面欺骗投保人。(3) 未按照规定使用经批准或者备案的保险条款、保险费率。(4) 编制或者提供虚假报告、报表、文件、资料。	对众安财险处以罚款合计 145 万元, 对于对相关责任人合计作出罚款 57 万元等行政处罚
水滴经纪	2021/11/9	(1) 销售安心财险产品中的违法违规行为。水滴经纪实际销售时首期保费按“首月 0 元”“首月 3 元”收取, 低于其余各分期保费。(2) 销售太平财险产品中的违法违规行为。产品备案的条款费率表仅有“按月缴费(首月投保 0 元, 其余分 11 期支付)”描述, 公司实际按“首月 3 元”收取。	对水滴经纪罚款共计 100 万元; 分别对 2 位相关责任人警告并罚款 10 万元。
微医经纪	2021/11/9	微医经纪通过“大家帮保险”微信公众号销售安心财险承保的“大家帮百万医疗险”产品, 宣传销售页面列示“首期 0 元”或“首期 3 元”等内容, 与备案不一致。	对微医经纪罚款 10 万元; 对相关责任人警告并罚款 1 万元。

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

4.4. 平台经济规范现拐点信号, 互联网保险规范自营渠道

平台经济进入常态化监管阶段, 政策要点从“强监管”转为“促发展”, 拐点信号显现。所谓平台经济, 指的是一种依托云、网、端等网络基础设施并利用人工智能、大数据分析等数字技术工具的新经济模式, 其主要业务包括撮合交易、传输内容和管理流程。由于我国数字技术进步与市场化改革, 互联网及智能手机渗透率处于领先水平, 头部平台如美团、滴滴等起步较早, 2019 年以前, 我国平台经济发展迅速。2021 年初, 我国互联网信息办公室发布《互联网用户公众账号信息服务管理规定》, 平台经济监管趋严; 2021 年 4 月 30 日, 中央政治局会议提出加强和改进平台经济监管, 促进公平竞争; 此后发布的对平台经济政策以“强监管”为主。时隔一年, 2022 年 4 月 29 日, 中央政治局会议提出促进平台经济健康发展, 实施常态化监管, 支持平台经济规范健康发展, 政策要点从“强监管”转为“促发展”。

互联网保险自营网络平台属于平台经济范畴。银保监会曾在 2020 年 12 月发布的《互联网保险业务监管办法》中将自营网络平台明确定义为, 保险机构总公司为经营互联网保险业务, 依法设立的独立运营、享有完整数据权限的网络平台。自营网络平台是保险机构经营互联网业务的唯一载体, 保险机构可通过平台销售保险产品或提供保险经纪服务, 属于平台经济范畴。结合银保监会于 2022 年 1 月 21 日发布的《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》, 其中提到保险机构要推进业务经营管理数字化转型, 建设数字化运营服务体系, 发展产业数字金融, 打造数字化产业金融平台。我们预计互联网保险公司将受益于相关政策, 通过科技赋能提高保险经营效率, 改善保险消费体验。

4.5. 从隔离险理赔纠纷看互联网保险产品设计与投保过程缺陷

随着新冠肺炎疫情防控措施常态化，隔离险应运而生。隔离险实质是隔离津贴，指的是被保险人由于新冠疫情被隔离期间，保险公司给付的特定传染病隔离津贴。其主要通过互联网渠道销售，多数消费者在购买时仅根据产品介绍，未仔细阅读条款，以及保险公司在合同条款上玩文字游戏，比如表示居家隔离、全域管控、健康监测等情形不属于隔离津贴理赔范围内，隔离险产品市场存在“买易赔难”的问题。针对隔离险乱象，银保监会于 2022 年 1 月末发布《关于规范“隔离”津贴保险业务经营有关问题的紧急通知》，此后隔离险在 3 月迎来一阵下架潮。

整改后的隔离险产品再次出现，仍存在理赔纠纷频发、屡遭投诉的问题。我们发现，纠纷及投诉原因主要为理赔条件严苛、理赔标准不明确。部分产品限制被隔离的投保者须处于中高风险地区，而对于处于低风险地区或全城风控未划分风险地区的被隔离人员不适用；部分产品则只为强制集中隔离的自费投保者提供理赔服务，对居家隔离、非自费集中隔离的投保者不适用；还有产品规定仅有因疑似或确诊感染的隔离者才在理赔范围内。而消费者在投保过程中往往未仔细阅读此类条款，在广告噱头下盲目投保。部分保险公司为快速提升市场规模的，在产品宣传过程中重点突出产品价格低、赔付高等对消费者吸引力更强的优点，而对理赔标准、免责事项的宣传进行淡化，极易误导消费者，进而引发纠纷。

5. 主要结论与投资建议

5.1. 主要结论

通过我们建立的【东吴证券-偿二代二期工程指标跟踪体系（互联网保险篇）】能够更清晰且更高频率地分析互联网保险公司的季度经营效益、盈利能力水平和资本效率水平，并可横向和纵向进行比较分析，有助于市场更全面地分析互联网保险公司的比较优势和劣势。

表16：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（互联网保险篇，评价时间：1Q22）

指标名称	计算指标	众安在线	泰康在线	传统财险公司
财务指标	保费收入同比增速（+）	10.2%	-43.3%	11.8%
	ROE（+）	1.1%	1.0%	3.3%
	综合投资收益率（+）	-1.8%	-1.5%	-0.2%
承保效益	综合费用率（-）	37.0%	40.4%	26.7%
	综合赔付率	54.7%	59.0%	69.7%
流动性风险指标	百元保费经营活动净现金流（+）	5.51	3.44	3.5
业务结构	直销渠道签单保费贡献占比（+）	35.6%	11.5%	31.1%
	应收账款占比	12.9%	27.3%	4.6%
偿付能力	核心偿付能力充足率	314.4%	363.3%	188.2%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所，注：计算指标括号中的“+、-”表示正向/负向关系

财务指标分析，保费增速放缓，“首月 X 元”营销规范影响正在出清。1Q22 样本互联网保险公司合计实现保险业务收入 66.5 亿元，同比下降 11.11%（传统财险公司同比增长 11.8%），《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》的影响仍在持续，系列规范在进一步规范业务发展和保护消费者合法权益，互联网保险由粗放式增长逐步向规范可持续发展阶段转变，“首月 X 元”营销规范影响正在出清；1Q22 实现净利润 2.37 亿元，同比下降 21.32%，主要系平均投资收益率为-0.22%，1Q22 净资产收益率为 1.06%（传统财险公司 3.3%）。

承保效益分析，综合成本率优势明显，但费用率仍有明显改善空间。1Q22 样本互联网保险公司综合成本率由高至低为泰康在线（99.3%）、传统财险公司（96.4%）、众安在线（91.7%），其中综合费用率由高至低为泰康在线（40.4%）、众安在线（37.0%），均显著高于传统财险公司（26.7%）；综合赔付率由高至低为传统财险公司（69.7%）、泰康在线（59.0%）、众安在线（54.7%）。互联网保险公司的经营没有充分体现精细化效率，费用率水平显著高于传统财险公司，赔付率仍有提升空间。此前监管提到“引导降低意外险佣金费用水平，进一步规范意外险市场秩序。针对以往部分意外险佣金畸高等乱象问题，要求各保险公司报备佣金费用率上限，对实际支付佣金费用率超出报备佣金费用率的公司，依法追究相关责任，引导保险公司合理支付佣金费用，降低产品价格，更好地让利于消费者”，关注后续费用率能否尽快压缩至合意区间。《互联网保险业务监管办法》规范下在机构持牌、人员持证的监管原则下，互联网保险市场发展逐步规范，保险专业中介机构保费占比显著提升，营销宣传引流业务占比同比大幅下降。众安积极创新运营模式。一方面通过流量平台内容营销蓄客宣传流量平台。另一方面，通过自营平台优化性价比养客。

5.2. 投资建议

互联网保险领域推荐众安在线。公司健康和数字生活生态齐发力，科技输出持续扩张，打造独特竞争优势：健康生态来看，公司持续布局生态闭环，致力于为用户提供保险保障+医疗服务的一站式体验，一方面不断提升产品保障能力和丰富产品矩阵，如推出 CAR-T 疗法药品；另一方面则围绕用户全生命周期，加深服务质量，增强用户粘性。此前两份主要监管补丁文件《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》和《意外伤害保险业务监管办法》影响正在出清，2022 年 8 月后，预计公司单月保费增速将重回高增长。长期来看，公司积极布局多元化生态并打造自身独特的竞争优势，未来有望在蓝海市场中脱颖而出。

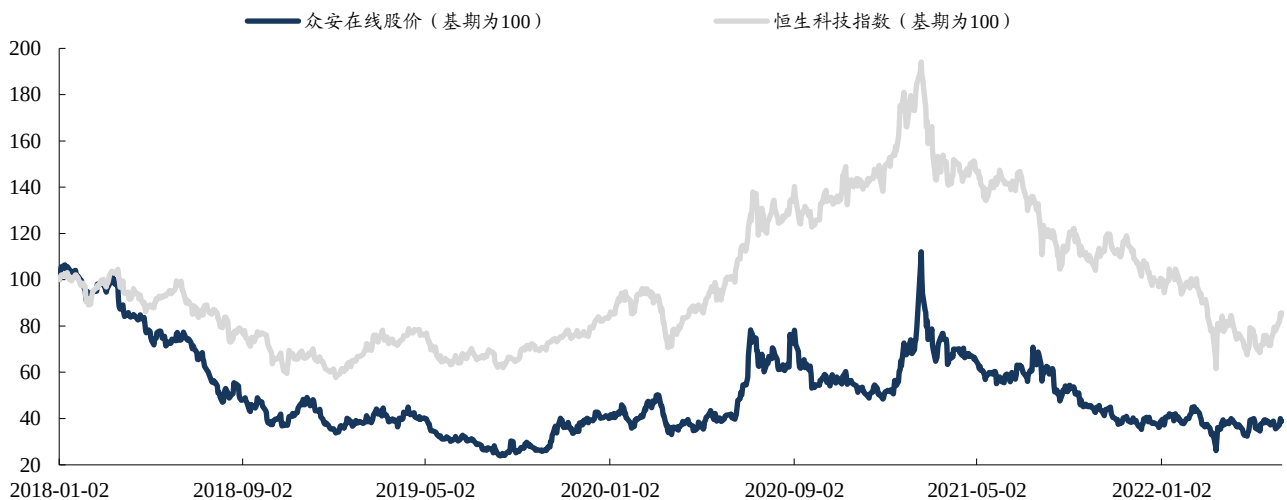
表17: 上市险企估值表 (以 2022 年 6 月 10 日股价计)

代码	EVPS	最新收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/EV	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	44.94	76.34	82.44	89.07	95.07	中国平安	0.59	0.55	0.50	0.47
601628.SH	中国人寿	25.66	42.56	46.71	51.47	56.43	中国人寿	0.60	0.55	0.50	0.45
601601.SH	中国太保	21.84	51.80	56.58	63.40	69.26	中国太保	0.42	0.39	0.34	0.32
601336.SH	新华保险	29.30	82.96	88.68	97.70	107.39	新华保险	0.35	0.33	0.30	0.27
代码	EPS	最新收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	44.94	5.56	7.81	8.62	9.40	中国平安	8.08	5.75	5.21	4.78
601628.SH	中国人寿	25.66	1.80	1.41	1.96	2.14	中国人寿	14.24	18.23	13.06	11.96
601601.SH	中国太保	21.84	2.79	2.34	3.32	3.69	中国太保	7.83	9.33	6.58	5.92
601336.SH	新华保险	29.30	4.79	3.81	5.72	6.08	新华保险	6.12	7.68	5.12	4.82
代码	BVPS	最新收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	44.94	44.44	48.78	54.05	59.86	中国平安	1.01	0.92	0.83	0.75
601628.SH	中国人寿	25.66	16.93	17.82	19.41	21.00	中国人寿	1.52	1.44	1.32	1.22
601601.SH	中国太保	21.84	23.57	25.06	27.63	30.16	中国太保	0.93	0.87	0.79	0.72
601336.SH	新华保险	29.30	34.77	37.58	42.63	47.52	新华保险	0.84	0.78	0.69	0.62
代码	BVPS	最新收盘价 (港元)	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
2328.HK	中国财险	8.04	9.12	9.88	10.83	11.84	中国财险	0.75	0.69	0.63	0.58
6060.HK	众安在线	27.30	11.39	11.46	11.64	11.73	众安在线	2.04	2.03	2.00	1.98

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所

注: 除中国财险外, 以上公司皆为 A 股上市险企, 其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币, 港股 (H 股) 险企股价单位统一为港元, 估值数据则按照 1 港元=0.8251 元人民币汇率计算, 数据更新至 2022 年 6 月 10 日

图29: 众安在线股价与恒生科技股指数关系 (数据截至 2022 年 6 月 10 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 二期工程下偿付能力报告摘要为首次披露，相关指标解读与实际经营结果与风险水平可能存在偏差；
- 2) 奥密克戎变异毒株国内各地持续蔓延，赔付率下行但大幅提升费用率水平和保费增速，拖累整体承保业绩；
- 3) 《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》和《意外伤害保险业务监管办法》影响持续，互联网保险和平台经济严监管持续。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>