2025 年 06 月 17 日

保险科技双轮驱动，Web3 铸就新增长极

众安在线（6060.HK）

主要观点：

▶ **保险主业韧性凸显，四大生态驱动高质量增长。**

众安在线作为国内首家互联网险企，依托“保险+科技”双引擎战略，保费持续高增长。2024 年总保费达 334.17 亿元（2018-2024 年 CAGR=19.9%），市占率位列国内财险行业第八，互联网财险市场份额第一。

核心生态表现优异：**1）数字生活生态**（保费占比 48.5%）受益电商高景气及创新业务（宠物险、碎屏险等），2024 年保费同比+28.9%至 161.97 亿元，创新业务增速达 77.2%。综合成本率 99.7%保持稳定，费用率优化至 31.7%。**2）健康生态**（保费占比 30.9%）以“尊享 e 生”为核心构建多层次产品矩阵，2024 年保费 103.38 亿元（CAGR=23.8%）。赔付率优化至 39.0%，普惠型产品（如众民保）保费同比+177%，慢病、女性专属险种贡献增量。**3）消费金融生态**主动收缩规模但提质增效，2024 年综合成本率大幅优化 6.3pp 至 90.1%，底层资产质量可控（笔均借款 7200 元，平均期限 10 个月）。**4）汽车生态**借力平安共保模式及交强险资质获批，保费同比+29.8%至 20.51 亿元，新能源车险增速达 188.4%，综合成本率 94.2%优于行业。公司连续四年承保盈利（2024 年综合成本率 96.9%），投资端风格稳健，2024 年总投资收益率回升至 3.4%，驱动保险分部净利润同比增长 6.2%至 5.88 亿元。

▶ **科技业务构筑第二增长曲线，对内赋能+对外输出双突破。**

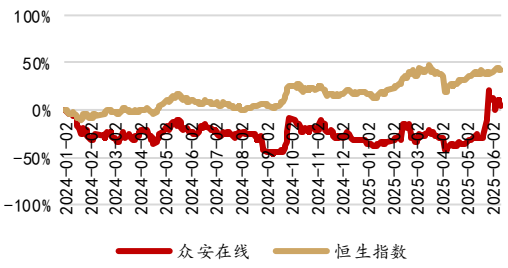
众安科技深度赋能保险全价值链并实现技术外溢，形成差异化竞争壁垒：1）对内提效：累计研发投入 72.44 亿元，占保费比例 4.8%。云核心系统“无界山”支撑 2024 年 197 亿张保单处理，承保自动化率 99%。工程师占比 45%，专利申请 463 件，显著降低运营成本。2）对外输出：科技分部收入 6 年 CAGR 达 43%，2024 年收入 9.56 亿元（同比+15.3%），首次扭亏为盈（净利润 0.78 亿元）。签约 98 家保险产业链客户（16 家跨行业客户），千万元级大单占比提升，技术方案向银行、证券及制造业拓展，验证商业化能力。

▶ **数字银行 ZA Bank 抢占 Web3 先机，亏损收窄+稳定币落地打开空间。**

规模领先：2024 年总资产 223 亿港元（同比+60%）、存款 194 亿港元（同比+66%），均位列中国香港 8 家数字银行首位。净收入 5.48 亿港元（同比+52.6%），净亏损收窄 42%至 2.32 亿港元，为同业最小亏损。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	20.60
股票代码：	6060.HK
52 周最高价/最低价(港元)：	22.30/9.29
总市值(亿港元)	302.78
自由流通市值(亿港元)	292.48
自由流通股数(百万)	647.81



证券分析师：罗惠洲
邮箱：luohz@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520070004
联系电话：

Web3 布局：1）中国香港首家稳定币发行人储备银行，服务超 200 家 Web3 企业；2）独家合作圆币科技（金管局沙盒参与者），提供法币储备及清结算服务。随着中国香港《稳定币条例草案》通过，增量储备资金及流转手续费将驱动非息收入增长，成为新利润引擎。

▶ 投资建议

考虑到公司健康生态产品矩阵持续丰富，主打产品保费收入有望延续高增；数字生态持续拓展宠物险、碎屏险、无人机险、家财险等创新业务，保费有望保持快速增长；消费金融生态随着宏观环境修复，或有望恢复正增长；汽车生态业务在交强险资质拓展下保费有望继续高增。我们预计 2025-2027 年保费服务收入增速分别为 11%/14%/14%。综合来看，我们预计 2025-2027 年营业总收入分别为 37.15/39.18/41.43 亿元；2025-2027 年归母净利润分别为 9.04/10.11/12.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.62/0.69/0.83 元。众安在线 2025 年 6 月 16 日收盘价 20.60 港元/股（按 6 月 16 日汇率 1 HKD=0.9146 CYN）对应 PB 为 1.26x/1.19x/1.12x，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

互联网保险监管趋严；经济修复不及预期；行业竞争加剧；资本市场波动。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,434	3,557	3,715	3,918	4,143
YoY（%）	-68.2%	-52.1%	4.4%	5.5%	5.7%
归母净利润(百万元)	4,078	603	904	1,011	1,221
YoY（%）	扭亏为盈	-85.2%	49.9%	11.8%	20.8%
每股净资产（元）	13.66	14.24	15.01	15.85	16.84
每股收益（元）	2.77	0.41	0.62	0.69	0.83
市净率	1.38	1.32	1.26	1.19	1.12
市盈率	6.79	45.89	30.62	27.39	22.68

正文目录

1. 众安在线：“保险+科技”双轮驱动 5
1.1. 国内首家互联网险企，“保险+科技”双引擎驱动 5
1.2. 股东背景强大，注入“互联网+保险”基因 5
1.3. 2023 年以来持续盈利 6
2. 保险业务：四大生态稳中向好，投资稳健发力 7
2.1. 负债端：数字生活和健康生态为核心 7
2.2. 投资端：规模稳步扩张，投资风格稳健 13
3. 科技业务：对内赋能提升效率，对外输出收入高增 14
3.1. 对内赋能保险全价值链，提升运营效率 14
3.2. 对外输出科技产品及数字化转型方案，收入高速增长 15
4. 银行业务：全港领先的数字银行，稳定币落地开启新增长极 16
5. 盈利预测和投资建议 19
6. 风险提示 20

图表目录

图 1 众安在线持股排名前 5 的股东（截至 2024 年末） 6
图 2 众安在线归母净利润（亿元） 6
图 3 众安在线分业务净利润（亿元） 6
图 4 众安在线总保费（亿元）及同比增速 7
图 5 众安与国内老三家财险保费市占率对比 7
图 6 2024 年国内四家互联网险企保险收入（亿元） 8
图 7 众安各生态总保费占比 8
图 8 众安各生态总保费收入（亿元） 9
图 9 众安各险种总保费占比 9
图 10 众安承保综合成本率 9
图 11 众安承保盈利（亿元） 9
图 12 众安健康生态总保费（亿元）及同比增速 10
图 13 “尊享 e 生”系列产品保费（亿元）及占比 10
图 14 众安各健康险产品占健康生态总保费比例 10
图 15 众安健康生态赔付率及费用率 10
图 16 众安数字生活生态总保费（亿元）及同比增速 11
图 17 数字生活生态总保费构成（亿元） 11
图 18 2024 年数字生活生态总保费构成 11
图 19 数字生活生态综合成本率 11
图 20 众安消费金融生态总保费（亿元）及同比增速 12
图 21 众安消费金融在贷余额（亿元）及同比增速 12
图 22 众安消费金融生态综合成本率 12
图 23 众安汽车生态总保费（亿元）及同比增速 13
图 24 众安汽车生态综合成本率 13
图 25 众安境内保险投资资产总额（亿元）及增速 14
图 26 众安境内保险投资资产结构 14
图 27 众安境内保险总投资收益（亿元） 14
图 28 众安境内保险投资收益率 14
图 29 众安科技研发投入（亿元）及占保费比例 15
图 30 众安工程师及技术人员数量（人）及占比 15
图 31 众安科技客户群 16
图 32 众安科技分部输出收入（亿元）及同比增速 16

图 33 众安科技业务利润（亿元）.....16
图 34 众安银行净收入及净利润（亿港元）.....19
图 35 众安银行净息差收入及手续费收入（亿港元）.....19

表 1 众安四大生态产品及主要合作方.....8
表 2 ZA Bank 持续拓宽业务版图.....17
表 3 中国香港 8 家数字银行 2024 年经营情况（亿港元）.....18
表 4 众安分生态保险服务收入预测（亿元）.....20
表 5 可比公司估值水平.....20

1. 众安在线：“保险+科技”双轮驱动

1.1. 国内首家互联网险企，“保险+科技”双引擎驱动

国内第一家互联网保险公司。2013 年 10 月，国内第一家互联网保险公司——众安在线财产保险股份有限公司（简称“众安在线”）注册成立；2015-2016 年国内另外三家互联网保险公司泰康在线、安心财险和易安财险陆续获批互联网保险牌照；2017 年 9 月众安在线在中国香港联合交易所主板上市（股份代码：6060）。与传统保险公司不同，互联网保险公司依托互联网平台开展业务，不设具有经营性质的分支机构。

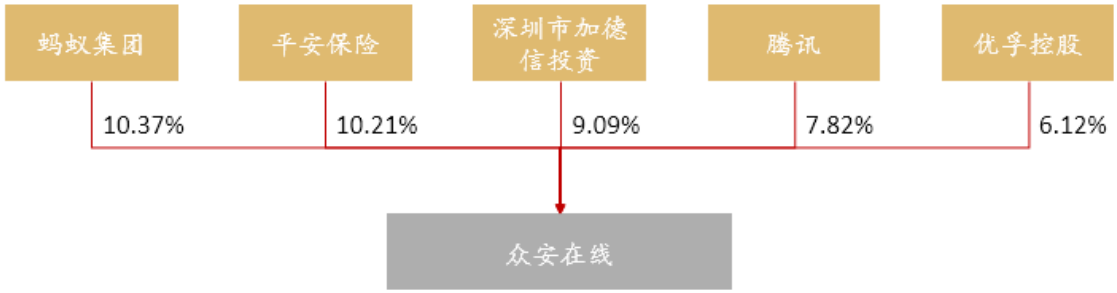
以“保险+科技”为双引擎，从退货运费险逐步向健康险、车险延伸。初期聚焦生活消费，2013 年与阿里巴巴合作在其淘宝及天猫推出退货运费险和商家保证金保险。2014 年退货运费险占总保费的比例高达 77.2%。2014 年推出手机意外险，为手机屏幕及其他损毁提供保险。产品布局逐步向医疗健康延伸，2015-2016 年推出个人健康险产品“尊享 e 生”等，带动 2017 年健康险保费收入同比+357.8%。2015 年与平安保险合作推出商业车险产品"保鑫车险"（现更名为“众安平安联合车险”），截至 2017 年 9 月获批全国所有地区投放；公司汽车生态保费收入从 2016 年的 370 万元快速增长至 2017 年的 7890 万元。2024 年公司成功拓展交强险业务，获批上海、浙江两地的交强险经营资质，将为汽车生态保费规模提供新增长动力。

在夯实保险主业的同时，加速扩张业务版图。科技输出层面，2016 年成立全资子公司众安科技；2017 年底在中国香港成立合资公司众安国际；2018 年实现海外科技输出，协助日本财产保险公司 SOMPO 实现数字化转型；2019 年底科技输出收入同比+139.9%。数字银行领域，2019 年底获首批中国香港虚拟银行牌照，2020-2024 年众安银行用户从超 22 万人增长至超 80 万人。健康管理生态中，2019 年 7 月获批互联网医院牌照，12 月众安互联网医院正式上线。2023 年公司的互联网医疗生态收入超 1 亿元。

1.2.股东背景强大，注入“互联网+保险”基因

“三驾马车”全力支持众安发展。截至 2024 年 12 月 31 日，蚂蚁科技、中国平安、深圳市加德信投资、腾讯、优孚控股为公司前 5 大股东，分别持股 10.37%、10.21%、9.09%、7.82%、6.12%，合计占比 43.61%。蚂蚁作为公司第一大股东，与公司业务发展最为密切，公司健康生态的百万医疗险在其支付宝平台销售，生活消费生态的退货运费险主要源于淘宝和天猫平台；公司第二大股东中国平安则以共保的模式与众安一同向用户提供车险产品，按 50%和 50%的比例分摊车险业务相关保费、赔付及其他成本；公司的另一股东腾讯提供了销售产品的平台——微保。

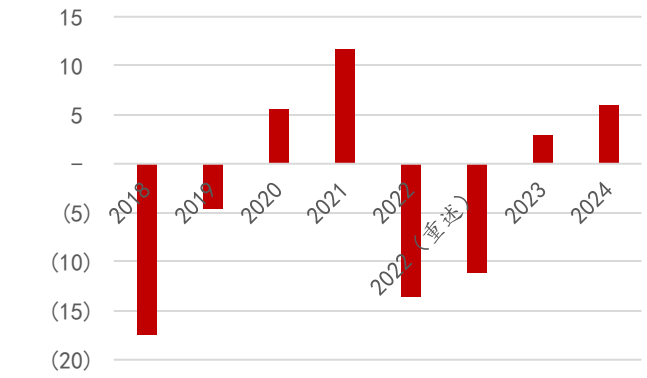
图 1　众安在线持股排名前 5 的股东（截至 2024 年末）



1.3. 2023 年以来持续盈利

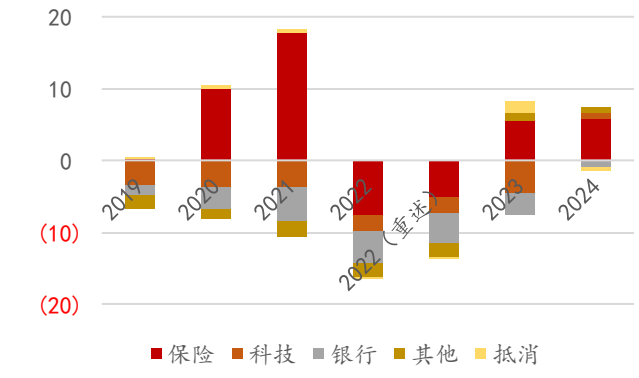
业绩波动较大，保险主业贡献主要利润。公司主要业务分部包括：1）保险分部提供各类互联网财险业务；2）科技分部提供信息技术输出相关业务；3）银行分部在中国香港提供数字银行服务；4）其他分部包括前三大分部之外的实体，在中国香港提供线上寿险（ZA Life）、保险经纪、医疗服务等。公司于 2020 年实现上市以来首次盈利；2021 年受益于承保业务扭亏为盈及投资收益大幅增长，归母净利润同比高增；2022 年受资本市场表现疲软叠加切换 IFRS 9 会计准则，投资收益大幅减少及汇兑损失拖累，归母净利润下滑至亏损；2023 年投资收益改善驱动归母净利润扭亏为盈；2024 年归母净利润达 6.03 亿，可比口径下同比+105.4%（可比口径剔除了 2023 年出售众安国际的一次性收益影响），主要归功于保险业务利润提升、科技业务扭亏为盈和银行业务净亏损大幅收窄。分业务板块来看，2024 年保险板块分部净利润为 5.88 亿元，同比+6.2%，主要受益于资本市场回暖影响；科技分部扭亏为盈，净利润同比提升 5.46 亿元至 0.78 亿元，受益于国内及海外金融行业持续数字化转型；银行分部亏损收窄，净亏损减少 1.92 亿元至 0.92 亿元。

图 2　众安在线归母净利润（亿元）



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所　注：2023 年归母净利润剔除了出售众安国际的一次性投资收益

图 3　众安在线分业务净利润（亿元）



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所　注：2023 年净利润剔除了出售众安国际的一次性投资收益

2.保险业务：四大生态稳中向好，投资稳健发力

2.1.负债端：数字生活和健康生态为核心

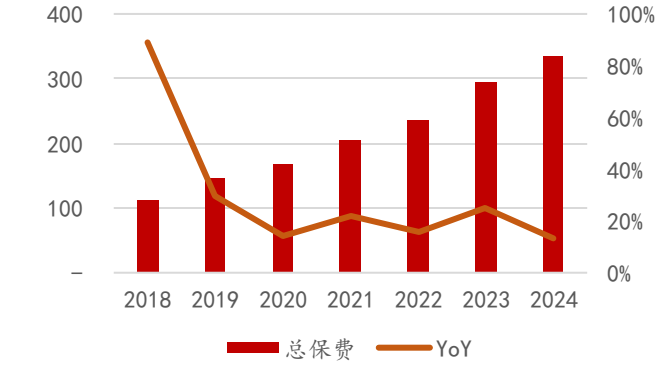
国内互联网财险龙头，保费维持双位数增长。2018-2024 年，众安总保费收入由 112.56 亿元增长至 334.17 亿元（CAGR=19.9%），保持高增。2025 年前 4 月，众安保费收入（按原保费口径）达 109.35 亿元，同比增长 12.7%，实现了高于国内财险行业的整体增速（4.1%）。据公司 2024 年财报披露，按总保费计，众安保险在国内财险行业的排名提升 1 名至第 8 名（2024 年在国内财险行业市占率为 2.0%），且在国内互联网财险市场份额排名第一。

以数字生活和健康生态为核心。众安在线围绕“健康”、“数字生活”、“消费金融”和“汽车”建立生态圈，其中健康生态凭借百万医疗险快速崛起；数字生态以退运险为基本盘，并持续拓展宠物险、碎屏险、无人机险、家财险等创新业务，保费快速增长；消费金融生态受社会信用风险抬升，主动收缩业务规模；汽车生态已将业务拓展至交强险赛道。从保费收入来看，2024 年第一大生态为数字生活生态，主要覆盖责任险、意外险、家财险等险种，保费收入 161.97 亿元，占比 48.5%。第二大生态为健康生态，主打“尊享 e 生”等健康险产品，保费收入 103.38 亿元，占比 30.9%；随后为消费金融生态（保费收入 48.32 亿元，占比 14.5%，覆盖信用险、保证险、宠物险等险种）、汽车生态（保费收入 20.51 亿元，占比 6.1%，主打车险）。

健康险、退运险和保证险三大险种合计占比超 70%。目前健康险/退运险/保证险三大险种为公司主要险种，2024 年保费收入分别为 111.05/86.90/39.54 亿元，分别占比 33.2%/26.0%/11.8%，分别同比+6.5%/+34.8%/-16.2%。

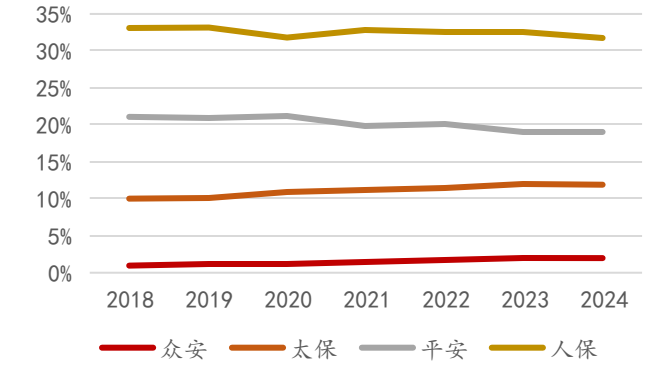
自 2021 起连续四年实现承保盈利。受益于保费结构调整、规模效益显现、科技驱动降本增效、运营效率和风控水平等因素影响，众安自 2021 年起连续四年实现承保盈利。2024 年综合成本率同比+1.7pp 至 96.9%，其中综合赔付率同比+1.5pp 至 58.3%，主要系产品结构变化的影响；综合费用率同比+0.2pp 至 38.6%，主要系健康生态客户运营和维护前期基建投入增加所影响。

图 4 众安在线总保费（亿元）及同比增速



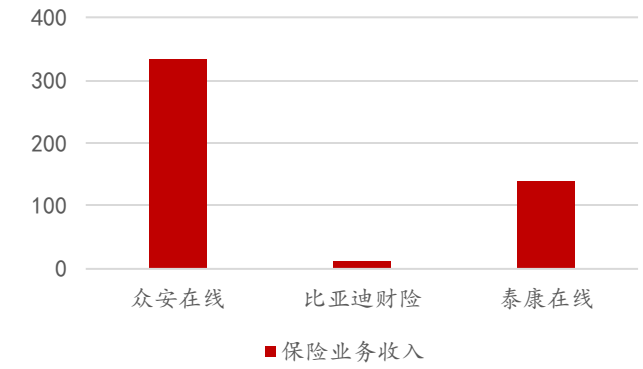
资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 5 众安与国内老三家财险保费市占率对比



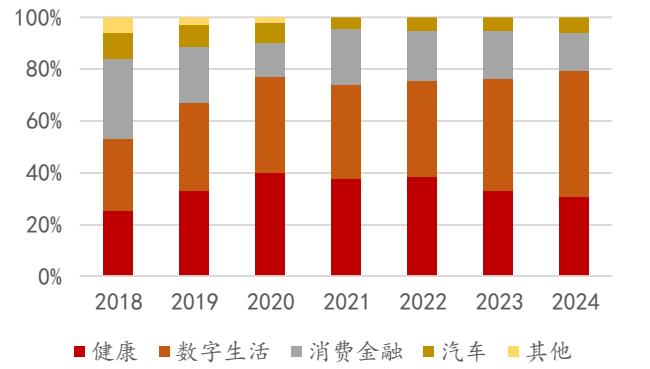
资料来源：各公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 6 2024 年国内四家互联网险企保险收入（亿元）



资料来源：各公司 2024 年偿付能力报告，华西证券研究所
注：易安财险破产重整后 2023 年被比亚迪接手并更名为“比亚迪财险”；安心财险 2024 年前三季度累计保险业务收入为-93.40 元，2024 年全年数据未披露

图 7 众安各生态总保费占比

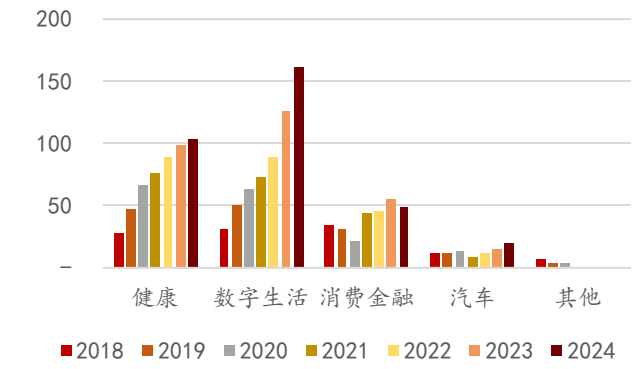


资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

表 1 众安四大生态产品及主要合作方

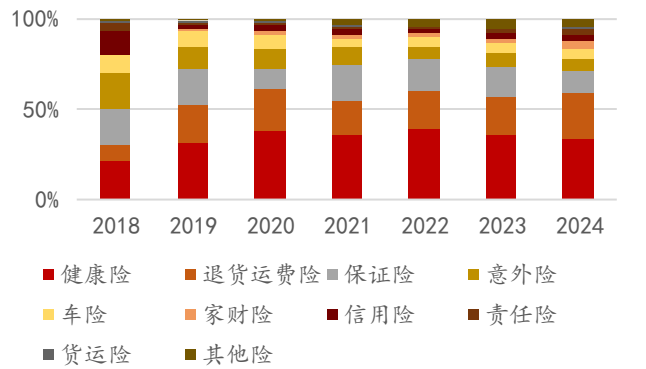
生态	险种	主打产品	合作方
健康	健康险	尊享 e 生、步步保、滴滴车主保障计划	支付宝、i 云保、滴滴出行等互联网平台
数字生活	货运险、责任险、家财险、保证险、意外险等	商家保证金保险、退货运费险、手机意外险、航意航延险等	淘宝、天猫等电商平台；携程、同程、飞猪、去哪儿等 OTA 渠道
消费金融	信用险、保证险、家财险等	马上花、保贝计划	（通信场景）翼支付；（视频场景）爱奇艺；（电商场景）寺库；（互联网金融平台）乐信/马上消费金融等
汽车	车险等	众安平安联合车险	平安产险、瓜子网、毛豆网等

图 8 众安各生态总保费收入（亿元）



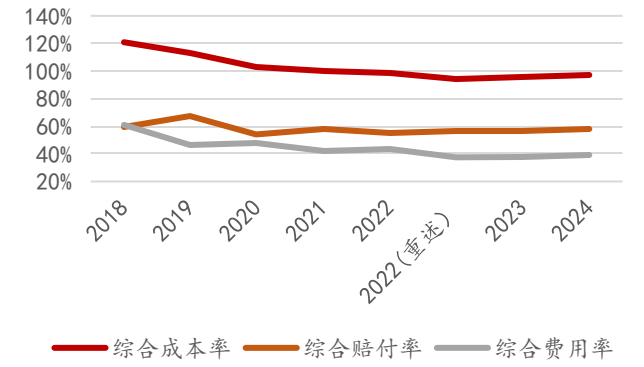
资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 9 众安各险种总保费占比



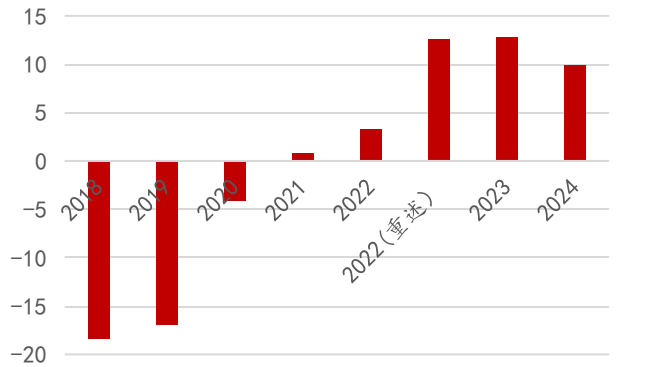
资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 10 众安承保综合成本率



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 11 众安承保盈利（亿元）



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

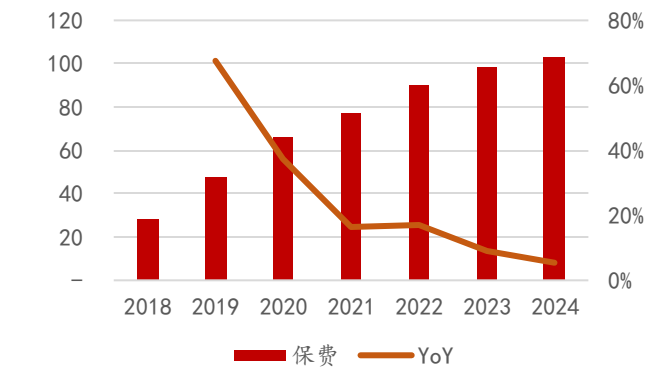
2.1.1.健康生态：保费持续增长，产品矩阵丰富

健康生态保费持续增长。2018-2024 年，公司健康生态总保费从 28.68 亿元提升至 103.38 亿元，2024 年同比+5.4%，期间年复合增速达 23.8%。健康生态占保险业务总保费比例自 2018 年的 25.5%提升至 2024 年的 30.9%。

产品矩阵丰富，“尊享 e 生”系列为核心。围绕以“尊享 e 生”为核心的百万医疗险，公司构建了包括普惠、慢病、门急诊险、重疾、中高端医疗等丰富的产品矩阵服务用户的深层健康保障需求。其中，以“尊享 e 生”为代表的医疗险为公司的健康险旗舰产品，自推出以来 10 年经历了累计 25 次迭代，满足用户升级和个性化的健康需求。截至 2024 年，“尊享 e 生”系列产品总保费 46.61 亿元，占健康生态总保费比例为 45.1%，较 2019 年显著降低。在普惠领域，公司众民保系列产品总保费 7.68 亿元，同比+177%，占健康生态总保费比例为 7.4%；公司和滴滴平台推出车主保障计划方案、点滴保，已累计服务了超过 300 万名专车司机。在慢病领域，公司有超过 100 个专属产品，另外针对女性群体推出包括好孕保在内的 35 个专属产品。公司门急诊险/重疾险/高端医疗/企业团险业务 2024 年分别实现总保费 10.58/19.62/1.08/6.37 亿元，分别占健康生态总保费的 10.2%/19.0%/1.0%/6.2%。

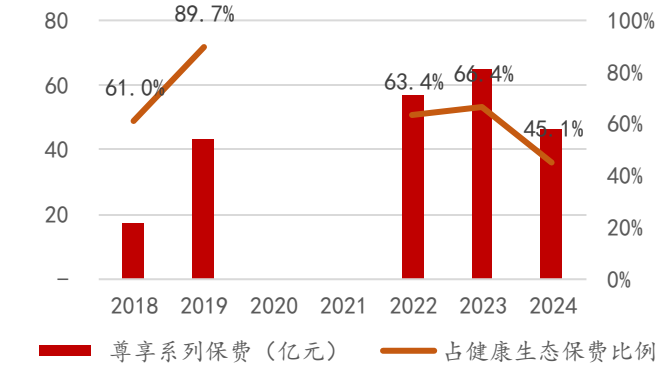
赔付率和费用率有所提升。2024 年，公司健康生态综合成本率为 95.7%，同比+8.5pp；其中综合赔付率为 39.0%，同比+4.8pp，主要系产品结构的变化以及续保保费比例提升；综合费用率为 56.7%，同比+3.7pp，主要受客户运营和维护（包括人工智能领域）的前期基建投入增加所影响。

图 12 众安健康生态总保费（亿元）及同比增速



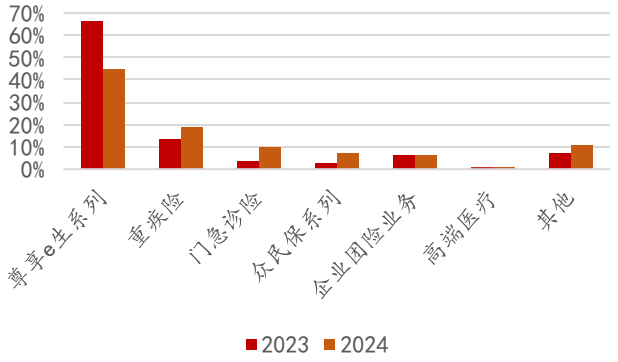
资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 13 “尊享 e 生”系列产品保费（亿元）及占比



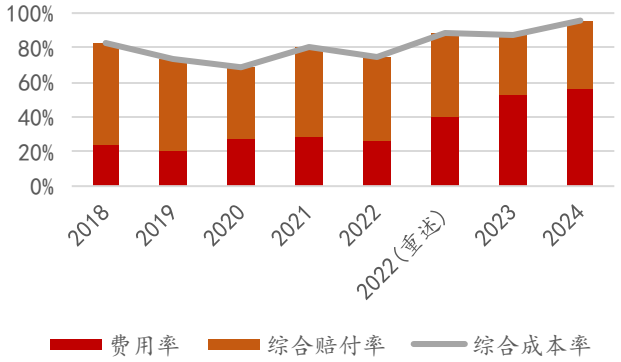
资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 14 众安各健康险产品占健康生态总保费比例



资料来源：公司 2023-2024 年年报，华西证券研究所

图 15 众安健康生态赔付率及费用率



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所 注：2022 年重述前费用率数据为渠道费用率，因此赔付率+费用率并非实际上的 COR

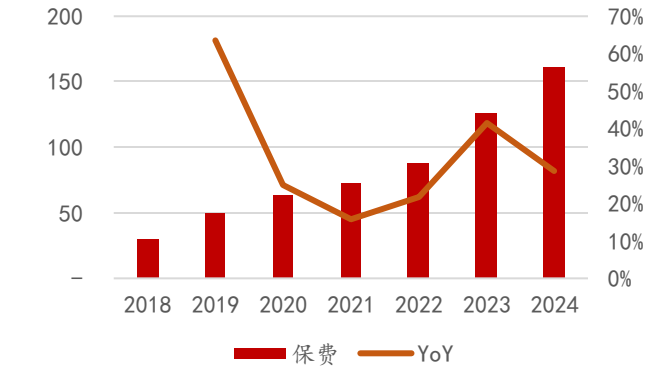
2.1.2.数字生活生态：保费保持高增，COR 基本稳定

受益于电商行业高景气及创新业务蓬勃发展，众安数字生活保费保持高增。数字生活生态是公司利用自身在科技和数据分析方面，就数字生活场景定制保障服务，业务分为电商、航旅出行、创新业务三大板块。1）在电商领域，公司为电商平台提供涵盖退货、产品品质、物流、售后服务、商家履约金等场景的电商类保险产品。2）在航旅出行领域，公司通过国内所有主要 OTA 渠道提供航班意外、航班延误、履行意外、机票或酒店取消的航旅类保险产品，并进一步推出出境旅游保险产品。3）创新业务方面，公司紧跟新消费的发展趋势，持续利用科技赋能，并基于数据分析和使用者生活追踪，快速持续推出如宠物险、多场景意外险、手机碎屏险、无人机保险和家财险等创新产品，推动数字生活生态保费快速增长。2018-2024 年，公司数字生活

生态总保费从 30.77 亿元提升至 161.97 亿元（期间 CAGR 高达 31.9%），2024 年同比+28.9%。其中电商/航旅/创新业务 2024 年分别实现保费收入 86.10/27.53/48.33 亿元，分别同比+30.6%/-15.1%/+77.2%，分别在数字生活生态保费收入中占 53.2%/17.0%/29.8%。航旅出行板块保费同比下降预计主要系公司主动压降部分费用率较高的业务。

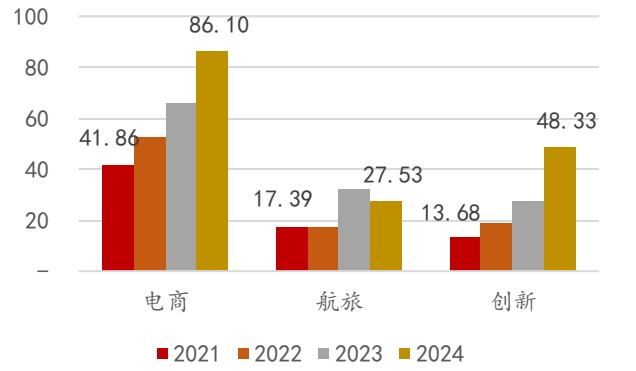
整体综合成本率基本稳定。2024 年，数字生活生态综合成本率为 99.7%，同比+0.2pp；其中，综合赔付率为 68%，同比+2.1pp，主要系赔付率较高的电商业务保费占比提升；综合费用率 31.7%，同比-1.9pp，主要系费用率较高的航旅业务保费占比下降。当前公司数字生活生态处于保本微利状态，综合成本率基本维持在 99.5%-99.7%左右。

图 16 众安数字生活生态总保费（亿元）及同比增速



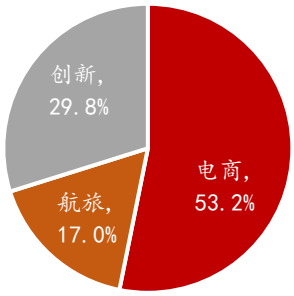
资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 17 数字生活生态总保费构成（亿元）



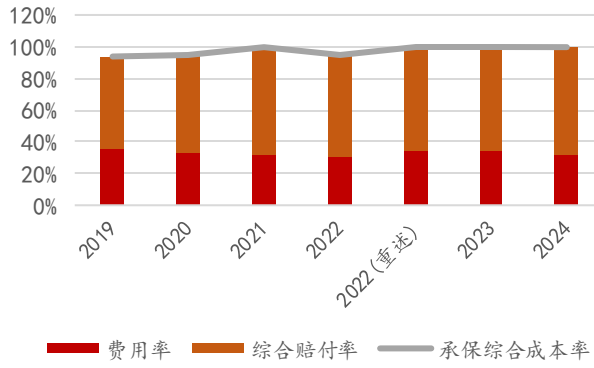
资料来源：公司 2021-2024 年年年报，华西证券研究所

图 18 2024 年数字生活生态总保费构成



资料来源：公司 2024 年年报，华西证券研究所

图 19 数字生活生态综合成本率



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所 注：2022 年重述前费用率数据为渠道费用率，因此赔付率+费用率并非实际上的 COR

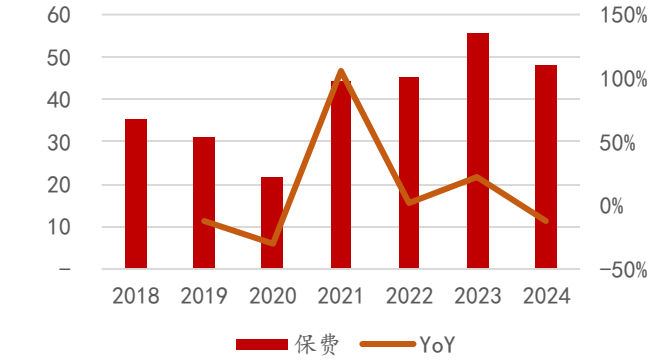
2.1.3.消费金融生态：坚持审慎经营，COR 大幅改善

公司消费金融生态以技术、风控等科技能力，连接各类互联网平台，为持牌金融机构提供信贷科技服务。具体而言，1）平台选择方面，公司通过通信场景的翼支付、视频场景的爱奇艺等互联网平台合作伙伴触达信用良好的潜在借款人，协助众安贷、

马上消费金融等互联网公司管理信贷风险，并协助其进行全方位贷后管理。2）目标客群方面，主要面向中国年轻的近优级客群（near-prime），有良好的教育背景和消费需求，集中在 30-40 岁年龄段。3）风控方面，聚焦小额、分散、短期的互联网消费金融资产，通过信用保证保险承担底层资产的风险（截至 2024 年摸底层资产平均期限近 10 个月，笔均借款金额约 7,200 元），底层资产质量始终保持在可控范围内。

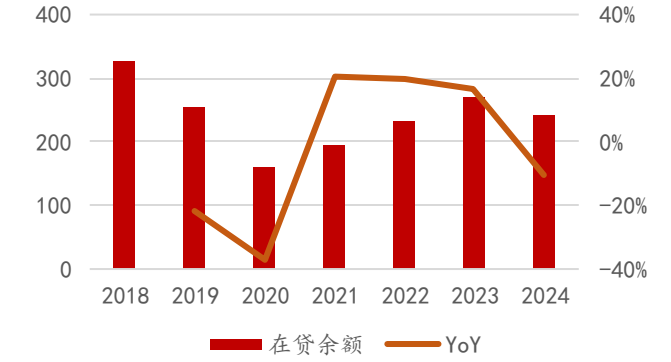
坚持审慎的经营策略，综合成本率大幅改善。面对不确定的宏观环境压力和行业挑战，公司主动收缩业务规模以应对资产质量波动。2024 年公司消费金融生态总保费 48.32 亿元，同比-12.9%。截至 2024 年末，公司在消费金融生态所承保的在贷余额为 241.99 亿元，同比-10.7%。受益于宏观外部环境回暖，以及风控措施的收紧，2024 年公司消费金融生态的综合成本率为 90.1%，同比-6.3pp，其中综合赔付率为 62.1%，同比-6.3pp；综合费用率 28.0%，同比持平。

图 20　众安消费金融生态总保费（亿元）及同比增速



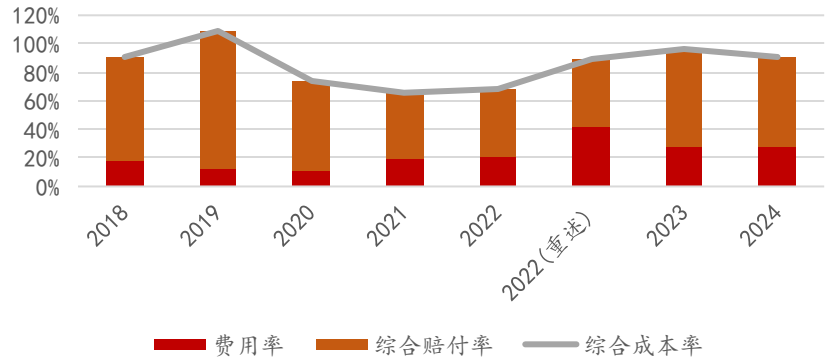
资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 21　众安消费金融在贷余额（亿元）及同比增速



资料来源：公司 2021-2024 年年报，华西证券研究所

图 22　众安消费金融生态综合成本率



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所　注：2022 年重述前费用率数据为渠道费用率，因此赔付率+费用率并非实际上的 COR

2.1.4.汽车生态：联合平安采取共保模式，交强险经营资质获批

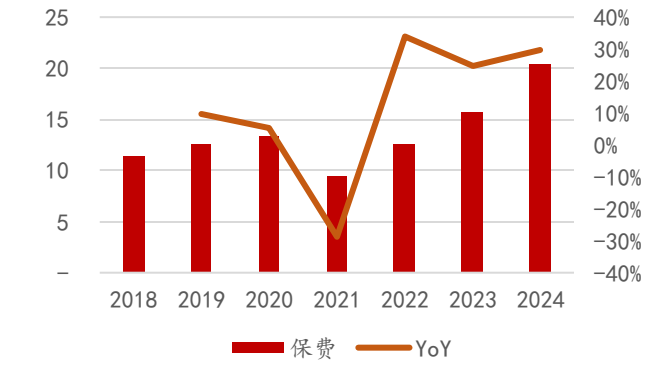
采取共保模式，联合中国平安开展车险业务。在商业车险产品中，公司主要通过“众安平安联合车险”产品，就车辆损毁、人员伤亡及车辆失窃为客户提供专业的

车险解决方案及增值服务。采用与平安产险合作的共保模式，双方按照 50%和 50%的比例分摊车险业务相关保费、赔付及其他成本，众安利用自身技术优势对接互联网平台及汽车后市场服务渠道进行获客，平安产险则利用其线下理赔网络为客户提供理赔服务。公司紧抓行业线上化景气度提升的机会，利用自身互联网渠道优势，同时积极推出驾乘意外险、出行意外等产品，2022 年以来汽车生态总保费增速保持在 20%以上，2024 年实现总保费 20.51 亿元，同比+29.8%，高于车险行业平均 5.4%的增长。其中新能源车险总保费同比+188.4%，在公司车险总保费的贡献超 12%。

交强险经营资质获批，提供新增长动力。2024 年公司获批了上海、浙江两个地区的交强险经营资质，并顺利完成正常出单。未来公司有望发挥自身线上销售渠道优势，紧抓车险在线化程度不断提升的机会，拓展更多交强险用户，为汽车生态保费规模增长提升新动力。

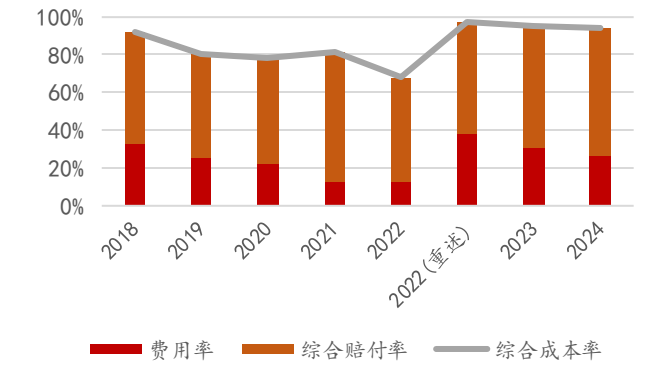
专注家用车领域，综合成本率整体较优。公司车险专注于家用车等高质量业务，2024 年家用车车险总保费贡献比例达众安车险总保费的 93.7%。2024 年公司车险生态综合承保量为 94.2%，同比-1.2pp；其中综合赔付率同比+2.4pp 至 67.5%，主要受用户出行增加的影响；综合费用率同比-3.6pp 至 26.7%，主要受益于精细化营运管理的提升以及报行合一的费用管控。

图 23　众安汽车生态总保费（亿元）及同比增速



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 24　众安汽车生态综合成本率



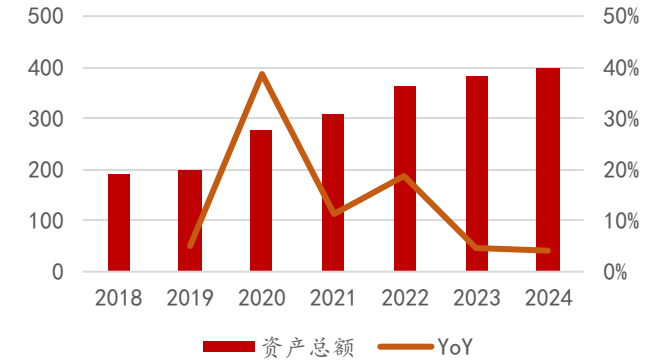
资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所　注：2022 年重述前费用率数据为渠道费用率，因此赔付率+费用率并非实际上的 COR

2.2.投资端：规模稳步扩张，投资风格稳健

投资资产规模稳步扩张，投资风格稳健。截至 2024 年末，公司境内保险投资资产总额为 397.76 亿元，同比+4.1%。其中，现金及现金等价物、货币型基金、债券、债券型基金、股票、权益型基金、未上市公司股权（主要包括公司全资子公司众安科技和众安保险经纪的股权）占比分别为 2.7%（同比持平）、0.8%（同比+0.5pp）、54.2%（同比+5.9pp）、13.4%（同比-3.0pp）、4.3%（同比+1.9pp）、1.7%（同比-2.6pp）、14.6%（同比-0.7pp），增配债券减配权益，整体投资风格稳健。

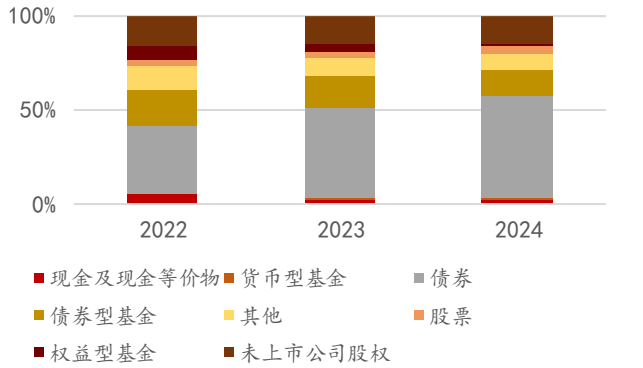
投资收益方面，受益于资本市场回暖，2024 年公司境内保险投资实现总投资收益 13.35 亿元，同比+85.4%。其中，投资收益净额为 3.49 亿元，同比+41.3%；公允价值变动损益 9.90 亿元，同比+109.3%。2024 年净投资收益率 2.3%，同比+0.1pp；总投资收益率 3.4%，同比+1.5pp。

图 25 众安境内保险投资资产总额（亿元）及增速



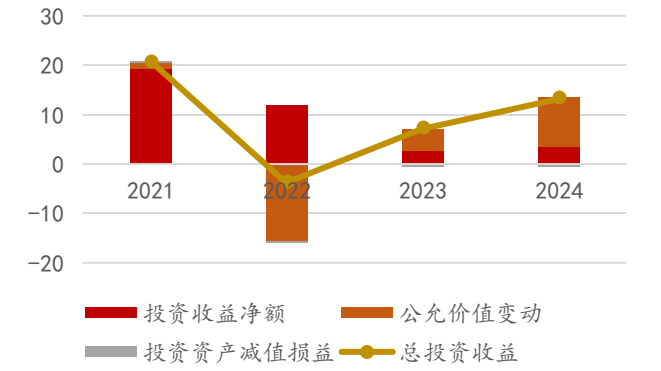
资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 26 众安境内保险投资资产结构



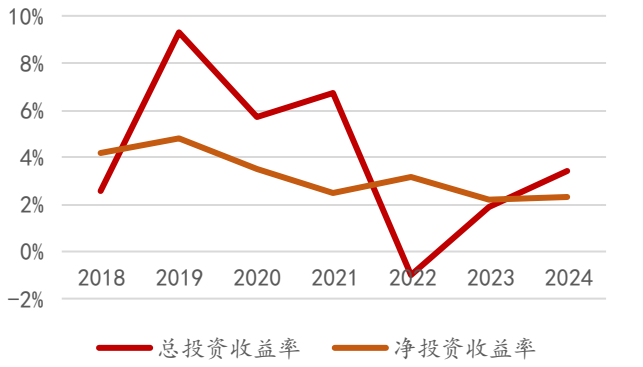
资料来源：公司 2022-2024 年年报，华西证券研究所

图 27 众安境内保险总投资收益（亿元）



资料来源：公司 2021-2024 年年报，华西证券研究所 注：投资收益净额+公允价值变动+投资资产减值损益=总投资收益

图 28 众安境内保险投资收益率



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

3.科技业务：对内赋能提升效率，对外输出收入高增

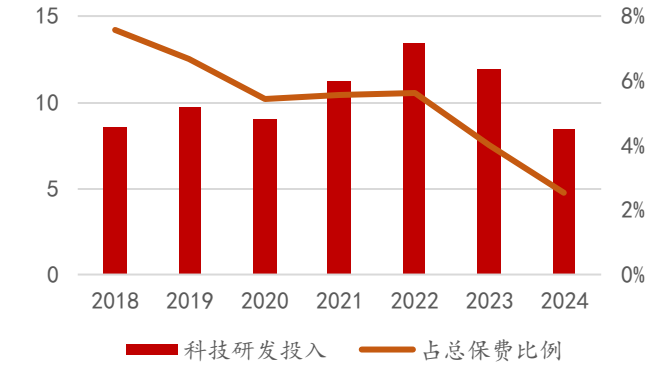
3.1.对内赋能保险全价值链，提升运营效率

众安在线持续布局人工智能、云计算、大数据等前沿技术板块，旨在通过科技重塑保险价值链各个环节，解决保险业务流程中的痛点，为用户提供优质服务和便利体验，同时大幅提升公司经营效率，更好地实现规模效应，并优化营销效率。众安一直重视科技研发投入，2018-2024 年公司研发投入累计达 72.44 亿元，占公司总保费的 4.8%。截至 2024 年末，公司的工程师及技术人员共计 1,077 名，占公司员工总数的 45.0%；专利申请量累计达 463 件。

基于云端的保险核心系统“无界山”能够支撑海量、碎片化保单。2014 年，众安搭建了金融业首个云上核心系统“无界山 1.0”，在坐拥海量信息处理能力的同时，在搜索方面可以做到 10 毫秒响应、一秒内反馈，同时保证无保单丢失，当日完成业务对账。2019 年上线“无界山 2.0”，相比 1.0 版本，新版本升级至可以支持千亿级保费规模的架构，具有更高的容量和性能，且优化保单结构和流程；技术架构层面实

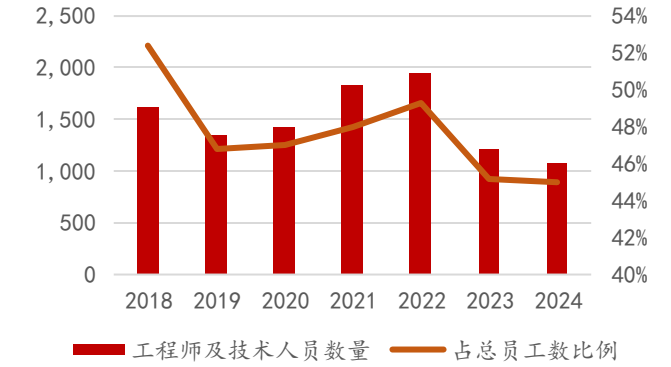
现全部微服务化和容器化管理，从而快速支持业务突增时系统的自动扩容和敏捷迭代，提升营运能力。在“无界山”系统的支持下，众安在 2024 年共出具 197.32 亿张保单，通过科技赋能大幅提升用户体验，承保自动化率达 99%。

图 29 众安科技研发投入（亿元）及占保费比例



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 30 众安工程师及技术人员数量（人）及占比



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

3.2.对外输出科技产品及数字化转型方案，收入高速增长

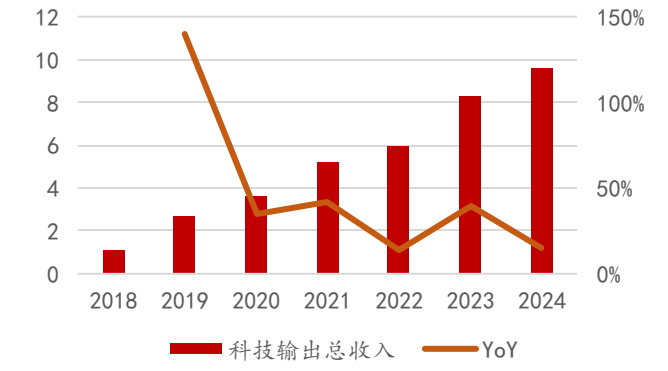
在科技赋能保险的同时，众安将经过业务验证的科技对外输出。2016 年 11 月，众安成立全资子公司众安科技，通过自身保险科技经验及技术能力，将技术方案产品化，为海内外银行、保险、证券等金融企业客户提供科技产品和行业解决方案，并与互联网平台及其他保险中介平台共同打造互联网生态保险解决方案。收入模式包括专案收费、软件授权费、技术服务费或订阅费等。2024 年公司新签约的保险产业链客户达到 98 家，其中签约额达 500 万元的客户达 18 家，签约额在千万元级别的客户达 7 家。此外，公司在行业拓展上持续破圈，2024 年签约了 16 家来自银行业、证券业等泛金融行业的客户，并进一步将公司的通用软件和技术服务拓展至制造、零售等行业。

图 31 众安科技客户群



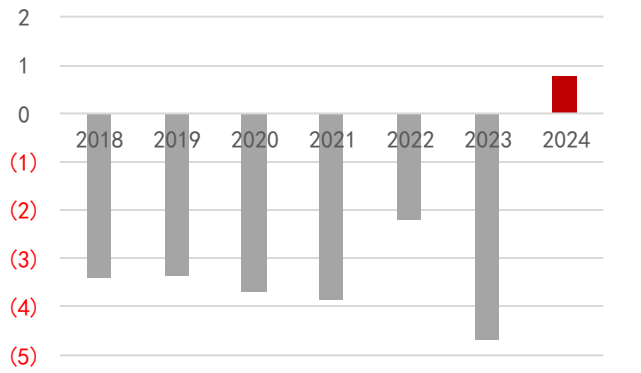
科技输出收入高速增长，利润 2024 年首次扭亏。收入方面，众安科技输出业务收入由 2018 年的 1.12 亿元持续提升至 2024 年的 9.56 亿元，年复合增速高达 43.0%，其中 2024 年同比增长 15.3%，主要受益于国内及全球金融行业持续数字化转型趋势。利润方面，2024 年科技分部净利润为 7,761 万元，首次扭亏为盈，主要由公司科技输出业务逐步成熟，研发投入减少，同时收入实现高增所驱动。

图 32 众安科技分部输出收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 33 众安科技业务利润（亿元）



资料来源：公司 2018-2024 年年报，华西证券研究所

4.银行业务：全港领先的数字银行，稳定币落地开启新增长极

ZA Bank 积极扩张业务版图，致力于打造一站式数字金融服务平台。2019 年 3 月，ZA Bank 成为中国香港首批获批数字银行牌照的银行，并于 2020 年 3 月正式开业。此后 ZA Bank 持续扩张业务版图，2021 年 1 月获中国香港保监局颁发的保险代

理机构牌照，成为众安旗下全数码化保险公司 ZA Insure 的代理人；2021 年 3 月正式向中国香港中小企业推出公司银行业务；2022 年 1 月成为中国香港首家获证监会颁发证券交易牌照的数字银行；2022 年 4 月宣布与中国香港忠意保险开展银保合作；2022 年 8 月推出基金投资服务；2024 年 2 月宣布成为中国香港首家为稳定币发行人提供专属“储备银行服务”的本地数字银行；2024 年 11 月成为亚洲首家向中国香港零售投资者推出加密货币交易服务的持牌银行。目前，ZA Bank 已成为中国香港市场功能及产品最丰富的数字银行之一，通过手机端全数字化的运营模式打造一站式综合数字金融服务平台，为用户提供存贷款、转账、卡消费、外汇、保险代销、公司银行、基金投资、美股交易、加密货币交易和创新存款等产品及服务。

表 2 ZA Bank 持续拓宽业务版图

时间	事件
2019/3	ZA Bank 成为中国香港首批获批数字银行牌照的银行。
2020/3	ZA Bank 正式开业。
2021/1	ZA Bank 宣布获中国香港保监局颁发的保险代理机构牌照，成为众安旗下全数码化保险公司 ZA Insure 的代理人。
2021/3	ZA Bank 正式向中国香港中小企业推出商业银行业务。
2022/1	ZA Bank 成为中国香港第一家获得证监会颁发第一类受规管活动（证券交易）牌照的数字银行，自此积极布局投资业务的产品组合。
2022/4	中国香港忠意保险与 ZA Bank 宣布开展银行保险业务合作。
2022/8	ZA Bank 推出基金投资服务，进一步满足用户的理财需求。
2024/2	ZA Bank 正式向用户推出美股交易服务，进一步满足用户的理财需求
2024/7	中国香港金管局公布稳定币发行人“沙盒”参与者名单，ZA Bank 随即宣布成为首家为稳定币发行人提供专属“储备银行服务”的本地数字银行，为中国香港首批提供此类服务的银行之一。
2024/11	ZA Bank 成为亚洲首家向中国香港零售投资者推出加密货币交易服务的持牌银行。

作为中国香港首家开业的数字银行，ZA Bank 业务规模位居市场首位，2024 年亏损同比大幅收窄。截至目前，中国香港金管局陆续发出 3 批共 8 张虚拟银行（2024 年更名为“数字银行”）牌照，分别为 LIVI BANK、众安银行、MOX BANK、汇立银行、蚂蚁银行、平安壹账通银行、天星银行和富融银行。2020 年 8 家数字银行陆续开业。在资产和客户存款规模上，ZA Bank 均领先中国香港其他数字银行。2024 年客户存款同比+66%至 194 亿港元，总资产同比+60%至 223 亿港元，主要归功于创新存款产品的带动。在收入和利润方面，2024 年，ZA Bank 净收入同比+52.6%至 5.48 亿港元，在收入大幅增长的同时严控成本和风险，净亏损大幅收窄 42%至 2.32 亿港币，全年亏损为 8 家中国香港数字银行中最小。

紧抓机遇提前布局 Web3 领域，有望受益于稳定币落地。ZABank 紧抓 Web3 浪潮的新机遇，2023 年 4 月便提出"Banking for Web3"的发展愿景，并迅速将规划落地。目前，ZA Bank 已构建起多元的 Web3 业务体系，不仅提供稳定币储备银行服务，

还为Web3生态的企业客户提供基本银行服务，为本地持牌虚拟资产交易平台(VATP)提供清结算服务，亦是亚洲首家为零售用户提供加密货币交易服务的持牌银行。截至2024年底，ZA Bank零售用户数突破80万，为超200家Web3企业及中国香港大部分持牌虚拟资产交易平台（VATP）提供银行服务。

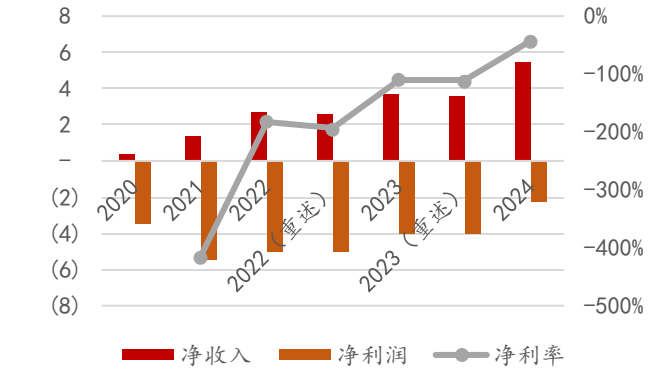
中国香港立法会于2025年5月21日三读通过《稳定币条例草案》，此举意味着中国香港特区开始设立法币稳定币发行人的发牌制度，对完善虚拟资产活动在当地的监管框架迈出重要一步，为虚拟资产市场注入合规化动能。随着稳定币发行人发牌制度的确立，作为中国香港首家稳定币发行人的储备银行，以及中国香港金管局首批沙盒参与者之一的圆币创新科技的合作方，ZA Bank有望进一步拓展储备银行服务业务，增量的法币储备资金将有助于ZA Bank进一步提升净利息收入，稳定币相关的铸币、出入金流转将有望为ZA Bank带来更多非息收入。

表 3 中国香港 8 家数字银行 2024 年经营情况（亿港元）

公司名称	主要股东	正式开业	总资产	客户存款	净利润
众安银行（ZA Bank）	众安在线、百仕达集团	2020/3	223.36	193.99	-2.32（亏损同比收窄 41.81%）
MOX Bank	渣打银行、电讯盈科、携程	2020/9	211.44	173.78	-7.11（亏所同比收窄 4.50%）
汇立银行（WELAB Bank）	阿里巴巴、红杉资本、建银国际	2020/7	82.91	68.67	-2.47（亏损同比收窄 30.21%）
富融银行（FUSION Bank）	腾讯、工银亚洲、港交所	2020/12	80.26	69.66	-2.75（亏损同比收窄 32.15%）
理慧银行（LIVI Bank）	中银香港、京东集团、怡和集团	2020/8	59.64	29.17	-2.59（亏损同比收窄 53.71%）
平安壹账通银行（PAO BANK）	平安集团	2020/9	52.75	43.51	-3.39（亏损同比扩大 86.84%）
蚂蚁银行（ANT Bank）	蚂蚁国际	2020/9	47.62	40.84	-2.75（亏损同比扩大 52.64%）
天星银（AIRSTAR BANK）	小米集团、富途控股	2020/6	32.55	23.99	-3.00（亏损同比扩大 43.87%）

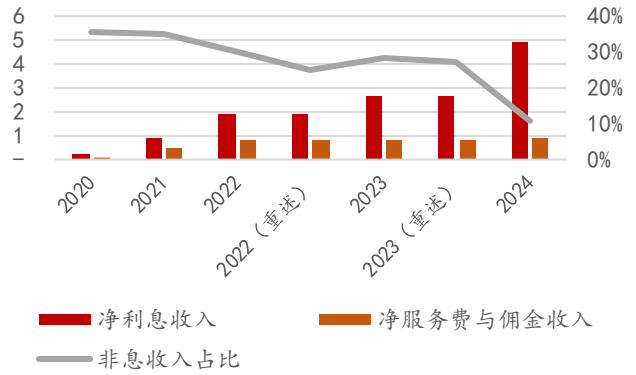
资料来源：各公司官网，各公司 2024 年财务报表，华西证券研究所

图 34 众安银行净收入及净利润（亿港元）



资料来源：众安银行 2018-2024 年年报，华西证券研究所

图 35 众安银行净息差收入及手续费收入（亿港元）



资料来源：众安银行 2018-2024 年年报，华西证券研究所

5.盈利预测和投资建议

考虑到公司健康生态产品矩阵持续丰富，主打产品保费收入有望延续高增；数字生态持续拓展宠物险、碎屏险、无人机险、家财险等创新业务，保费有望保持快速增长；消费金融生态随着宏观环境修复，或有望恢复正增长；汽车生态业务在交强险资质拓展下保费有望继续高增。我们预计 2025-2027 年保费服务收入增速分别为 11%/14%/14%。综合来看，我们预计 2025-2027 年营业总收入分别为 37.15/39.18/41.43 亿元；2025-2027 年归母净利润分别为 9.04/10.11/12.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.62/0.69/0.83 元。众安在线 2025 年 6 月 16 日收盘价 20.60 港元/股（按 6 月 16 日汇率 1 HKD=0.9146 CYN）对应 PB 为 1.26x/1.19x/1.12x，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4 众安分生态保险服务收入预测（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
健康	85.99	97.38	109.07	122.15	136.81
YoY	7.9%	13.2%	12.0%	12.0%	12.0%
数字生活	124.46	157.86	173.65	199.57	228.96
YoY	39.9%	26.8%	10.0%	14.9%	14.7%
消费金融	50.41	43.77	47.28	52.00	57.20
YoY	19.8%	-13.2%	8.0%	10.0%	10.0%
汽车	14.35	18.43	22.37	27.96	34.95
YoY	30.9%	28.4%	21.4%	25.0%	25.0%
合计	275.21	317.44	352.36	401.69	457.93
YoY	24.2%	15.3%	11.0%	14.0%	14.0%

资料来源：公司 2023-2024 年年报，华西证券研究所

表 5 可比公司估值水平

代码	简称	总市值（亿美元）	PB (MRQ)
HUIZ.O	慧择	0.2058	0.3687
WDH.N	水滴公司	4.8463	0.7156
OSCR.N	Oscar Health	35.5274	3.5051
LMND.N	LEMONADE	29.6508	5.4355
	平均值	17.5576	2.5062
6060.HK	众安在线	34.2699	1.1903

6.风险提示

互联网保险监管趋严；经济修复不及预期；行业竞争加剧；资本市场波动。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资产总计	42,864	45,285	48,907	51,842	54,952
现金及存放银行和其他金融机构	1,576	1,467	1,584	1,679	1,780
按公允值计入损益的金融资产	22,252	20,706	22,363	23,705	25,127
买入返售金融资产	100	541	584	619	656
以摊余成本列账的金融资产-资产	1,452	1,051	1,135	1,203	1,275
交易性金融资产:债务工具(特殊行业)-资产	8,075	10,529	11,371	12,053	12,777
指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益工具投	92	790	853	904	958
分出再保险合同资产	264	324	350	371	393
保险合同资产	497	386	417	442	469
定期存款	30	31	33	35	37
存出资本保证金	318	301	325	345	366
于联营公司之权益	5,297	5,591	6,039	6,401	6,785
有使用权资产-非流动资产	322	144	155	165	174
固定资产-物业及设备	55	654	706	748	793
无形资产	527	619	668	708	751
负债及股东权益总计	42,864	45,285	48,907	51,842	54,952
股东权益合计(含少数股东权益)	20,073	20,926	22,059	23,298	24,745
股东权益合计(不含少数股东权益)	20,073	20,926	22,059	23,298	24,745
股本	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470
储备	16,732	16,996	17,251	17,510	17,772
留存收益	1,871	2,461	3,338	4,318	5,503
负债合计	22,790	24,358	26,849	28,544	30,207
卖出回购金融资产款	8,491	7,931	8,742	9,294	9,836
应交所得税-流动负债	27	18	19	21	22
应付债券	6,801	6,912	7,619	8,100	8,572
保险合同负债	3,335	5,000	5,511	5,859	6,200
短期借款	99	80	89	94	100
租赁负债	287	123	135	144	152

利润表（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,434	3,557	3,715	3,918	4,143
保险服务收入	27,535	31,744	35,236	40,169	45,793
保险服务费用	-26,089	-30,690	-34,066	-38,835	-44,272
再保险合同产生的费用净额	-109	-14	-16	-22	-30
投资净收益	409	461	485	509	534
公允价值变动损益净额	768	1,024	1,024	1,024	1,024
其他业务收入	1,135	1,032	1,052	1,073	1,095
营业支出	-3,330	-2,573	-2,300	-2,344	-2,263
金融资产信用减值损失	-57	-25	-26	-27	-29
承保财务损失	-52	-52	-55	-58	-61
业务及管理费	-1,542	-1,080	-1,128	-1,190	-1,258
除税前溢利	4,010	854	1,280	1,431	1,729
净利润	3,845	603	904	1,011	1,221
归属于母公司股东的净利润	4,078	603	904	1,011	1,221
主要财务指标	**2023A**	**2024A**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
成长能力					
营业收入增长率	-68.2%	-52.1%	4.4%	5.5%	5.7%
净利润增长率	扭亏为盈	-85.2%	49.9%	11.8%	20.8%
盈利能力					
总资产收益率ROA	9.0%	1.3%	1.8%	1.9%	2.2%
净资产收益率ROE	20.3%	2.9%	4.1%	4.3%	4.9%
每股指标（元）					
每股收益	2.77	0.41	0.62	0.69	0.83
每股净资产	13.66	14.24	15.01	15.85	16.84
估值分析					
PE	6.79	45.89	30.62	27.39	22.68
PB	1.38	1.32	1.26	1.19	1.12

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。