

元保 (YB.O)

立足 AI+保险，独立互联网保险分销龙头快速增长

投资要点:

元保是国内领先的技术驱动型在线保险分销与服务平台。业务聚焦于个人人寿及意外健康保险产品的在线分销与全周期服务。公司通过自营平台，依托大数据与 AI 技术，为用户提供覆盖个性化推荐、便捷投保、保单管理、智能理赔及售后支持的一站式保险服务。其产品矩阵以短期保险为主，包括医疗保险、重大疾病保险、意外保险等，同时积极拓展长期人寿保险及年金产品，服务范围已覆盖中国内地所有省份，致力于成为普惠保险服务的关键推动者。

公司凭借其自主研发的“全消费者服务周期引擎”和深厚的模型技术构建了核心竞争壁垒。该引擎深度融合媒体、用户与产品三大模型网络，实现了从精准触达、智能匹配到高效服务的全流程数字化运营。基于超过 4,700 个模型和 4,900 个用户标签的数据能力，元保在保险需求识别、产品定制、自动化营销与智能理赔等方面展现出显著的效率优势。作为中国最大的独立在线保险分销商，公司不仅实现了用户规模的快速增长，更在成立三年内即实现盈利，展现出卓越的商业化能力和运营效率，为其在广阔的在线保险市场中持续领先奠定了坚实基础。

盈利预测: 预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 47.23/65.64/87.96 亿元，归母净利润分别为 13.42/20.94/31.30 亿元。使用相对估值法，2025 年可比公司平均 PE 为 8.38 倍，当前公司 2025 年 PE 为 4.85 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 监管政策变化及合规风险；第三方合作稳定性及流量依赖风险；技术系统及数据安全风险；知识产权与法律合规风险。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入 (百万元)	2,045	3,285	4,723	6,564	8,796
增长率	141%	61%	44%	39%	34%
净利润 (百万元)	-333	436	1,342	2,094	3,130
增长率	24%	231%	208%	56%	49%
EPS (元/股)	-7.23	9.46	29.12	45.44	67.92
市盈率 (P/E)	-19.6	14.9	4.9	3.1	2.1
市净率 (P/B)	7.6	3.6	2.1	1.3	0.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

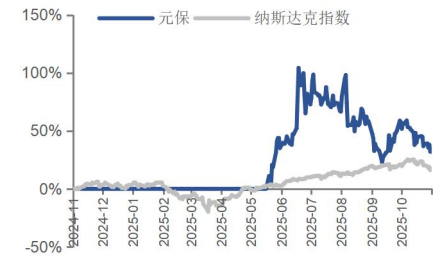
YB.OYB.O

买入 (首次评级)

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	46/32
总市值/流通市值 (百万美元)	919/646
每股净资产 (元)	9.64
资产负债率 (%)	33.21
一年内最高/最低 (美元)	30.9/14.2

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 钱劲宇(S0210524040006)
QJY3773@hfzq.com.cn
研究助理: 袁家亮(S0210123070044)
yj130207@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 公司概况：科技保险先锋	3
1.1 公司介绍：国内领先的互联网保险科技平台	3
1.2 股权层面：实控人为核心高管，技术积累深厚	3
1.3 业务经营：在线保险分销与全周期服务	4
2 公司看点：技术优势构筑护城河，市场领先地位赋能增长	6
2.1 核心技术突出，模型网络构建高竞争壁垒	6
2.2 市场领先的独立分销商，先发优势显著	7
2.3 广泛的消费者覆盖与稳固的合作伙伴网络	7
3 盈利预测与投资建议	9
3.1 盈利预测	9
3.2 费用预测	10
3.3 估值	10
4 风险提示	12

图表目录

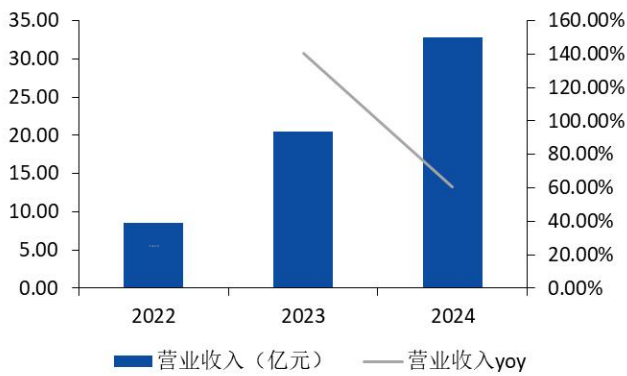
图表 1：2022-2024 公司营业总收入（亿元）	3
图表 2：2022-2024 公司归母净利润（亿元）	3
图表 3：公司股权架构情况（截止到 2025 年 4 月 30 日）	4
图表 4：元保全消费者服务周期引擎	5
图表 5：各保险分销和服务营收数据	5
图表 6：PRC 支持的完整消费者服务周期	6
图表 7：中国个人寿险与意外健康保险市场通过分销商渠道的原保险保费收入	7
图表 8：元保保险消费者数量和促成新保单数量	8
图表 9：公司业绩拆分预测表	9
图表 10：可比公司估值表	11
图表 11：财务预测摘要	13

1 公司概况：科技保险先锋

1.1 公司介绍：国内领先的互联网保险科技平台

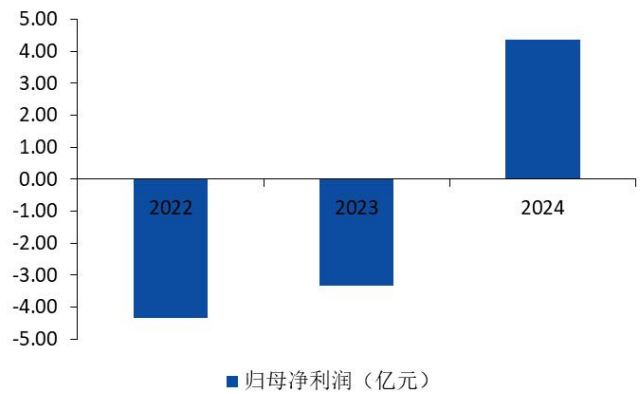
元保，是国内领先的互联网保险科技平台，旗下拥有全国性的保险经纪牌照和保险代理牌照。元保基于大数据和 AI 技术为用户精准匹配保险产品，并提供从健康管理、保险咨询、便捷投保到协助理赔的一站式保障服务，真正实现“让保障更可及”的核心价值。2025 年 4 月，元保成功登陆美国纳斯达克证券交易所，股票代码“YB”，标志着公司发展迈入资本化新阶段，也成为行业内技术驱动型保险科技平台的代表性上市案例。依托大数据与 AI 技术，元保打破传统保险服务的信息壁垒与效率瓶颈，通过精准的用户需求匹配，让优质保险产品触达更广泛人群——截至 2024 年底，公司已累计服务数千万家庭，业务规模稳居互联网保险行业第一梯队，成为普惠保险领域的关键推动者。

图表 1: 2022-2024 公司营业总收入 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 2: 2022-2024 公司归母净利润 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

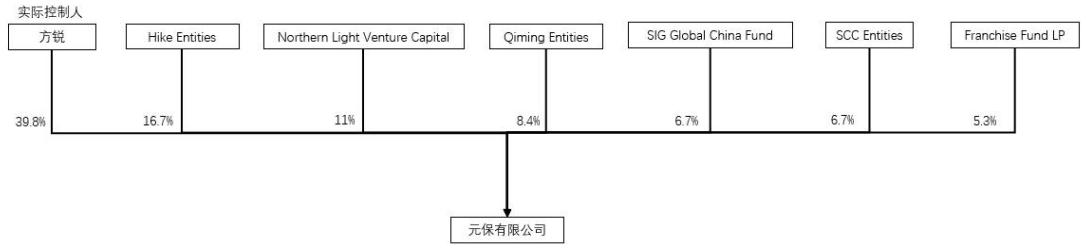
1.2 股权层面：实控人为核心高管，技术积累深厚

公司实际控制人为创始人 Rui Fang (方锐)，自 2020 年 3 月起一直担任公司董事会主席，并自公司展业以来一直担任首席执行官。方锐毕业于清华大学五道口金融学院、获得清华大学工商管理硕士学位 (EMBA)。拥有超过 20 年的金融科技和互联网电子商务经验。在创立公司前，方先生在网易股份有限公司 (纳斯达克代号: NTES; 香港联交所股份代号: 9999) 有长达 17 年的工作经验，曾任副总裁、技术部负责人，创立了网易电子商务部并担任 CEO。在网易任职期间，方先生连续孵化了包括互联网保险在内的多个业务板块。李颖为公司董事兼首席运营官，2010 年在北京第二外国语学院获得学士学位，于 2010 年至 2017 年在网易集团担任多个职位，包括战略合作总监和电子商务部副总裁，于 2017 年创立了北京正芒科技有限公司，一家智能营销解决方案供应商，并于 2017 年至 2020 年担任该公司 CEO。孙舒立，为公司董事兼首席产品官，于 2012 年在北京师范大学获得学士学位，于 2012-2019



年间，曾在网易集团担任包括产品总监在内的多个职位，曾任多家网易集团合资公司的总经理。

图表 3：公司股权架构情况（截止到 2025 年 4 月 30 日）



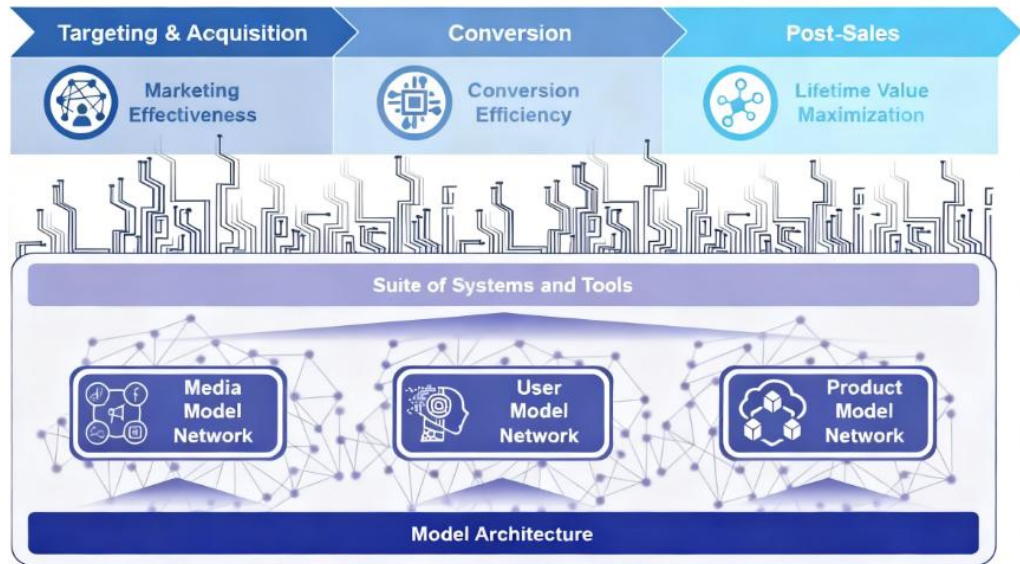
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

1.3 业务经营：在线保险分销与全周期服务

元保是领先的技术驱动在线保险分销商，主营业务为通过自营平台向消费者提供个人人寿及意外健康保险产品的分销与服务。公司深耕在线保险分销领域，构建了高效的全消费者服务周期引擎，覆盖保险消费的完整流程，包括个性化推荐、购买、保单管理、理赔及售后服务。公司产品主要涵盖短期保险与长期保险，其中短期保险包括医疗保险、重大疾病保险、意外保险等，长期保险则包括人寿保险及年金产品。公司通过精准营销与智能化技术，为消费者提供定制化、高性价比的保险解决方案，服务范围覆盖中国内地所有省份。

公司核心竞争力源于自主构建的全消费者服务周期引擎，这是一套深度整合且具备高可扩展性的服务体系，贯穿保险消费全流程。核心由模型架构、互联模型网络、系统工具矩阵三大模块构成——模型架构承担客群定位、获客、转化、售后等全环节的数据无缝流转功能，支持同类模型跨环节复用强化效果，可灵活扩展模型数量与层级以深化场景分析，无需调整架构即可持续提升预测精度；互联模型网络围绕媒体、用户、产品三大维度构建，截至 2024 年 12 月 31 日已开发约 800 个媒体模型、3200 个用户模型及 700 个产品模型，能通过多轮场景模拟确定并优化消费者服务路径，在广告投放前及用户信息更新阶段反复验证精准性；系统工具矩阵则嵌入覆盖全周期的实用工具，包括定制化保险条款内容数据库、支持方言识别的聊天机器人，以及用于自动化审核、风险控制与理赔处理的软件流程，有效保障模型输出效果与消费者体验；基于该引擎，公司实现保险服务全流程的技术化落地，具体分为目标客群定位与获客、转化、售后服务三大核心阶段，其中目标客群定位与获客阶段通过模型网络在多媒体渠道分配资源，分析用户特征预测需求，结合包含数百万条素材的广告数据库推送定制化内容（如向家长推儿童保障产品、向白领推综合保障产品），并根据用户线上行为动态更新模型以维持获客效率；转化阶段收集用户额外事实数据与行为洞察，验证初始需求预测，依托互联模型网络从保险

类型、期限、承保公司、保费等维度匹配适配产品，通过高易用性平台设计帮助用户清晰了解条款信息；售后服务阶段以“数智员工”提供 7×24 小时线上服务，支持保单更新、理赔进度查询，搭配专属客服团队解决疑问，同时通过“智能理赔”服务整合医疗知识图谱、机器人审核等技术，协助用户提交理赔申请并同步进度，最大化保险消费者终身价值。

图表 4：元保全消费者服务周期引擎


图片来源：招股说明书，华福证券研究所

产品以短期保险为主，长期保险为辅，服务大众保险需求。在保险产品布局上，公司短期保险产品因其灵活性与普惠性，成为营收主力，2024 年短期保险首年保费占比达 99.7%。此类产品有效帮助公司触达广大保险消费者，并与合作保险公司共同培养用户忠诚度。长期保险产品则主要面向已有短期保险客户进行交叉销售，满足其对持久保障的需求。公司产品矩阵以医疗保险和重大疾病保险为核心，2024 年二者合计贡献首年保费超 96%。通过与合作保险公司的深度协作，公司能够持续推出多样化、定制化的保险产品，满足消费者不断演变的需求。

图表 5：各保险分销和服务营收数据

单位百万元	2022	2023	2024
医疗保险	248.34	504.18	776.42
重大疾病保险	39.15	164.27	256.44
其他保险业务	5.15	13.52	31.20
人寿保险及其他	41.62	29.88	17.23
合计	334.26	711.85	1,081.29

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

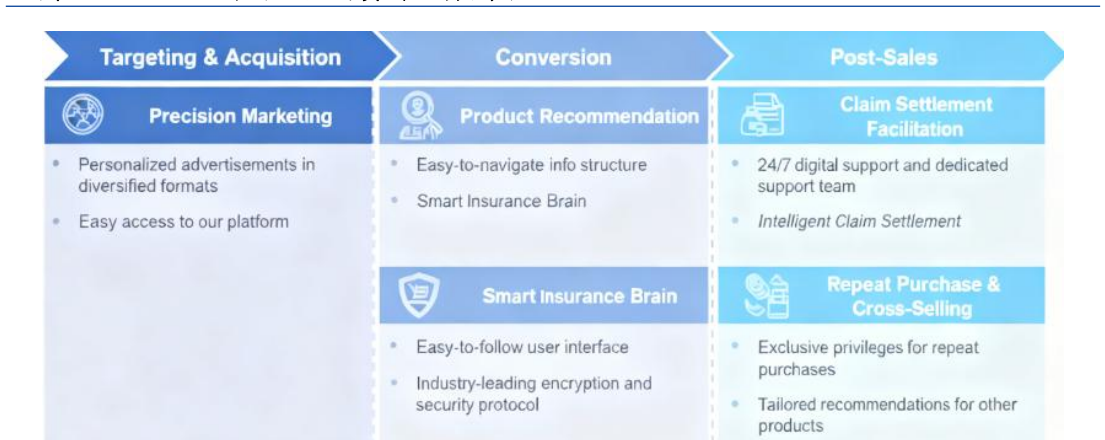
2 公司看点：技术优势构筑护城河，市场领先地位赋能增长

2.1 核心技术突出，模型网络构建高竞争壁垒

公司在在线保险分销领域建立了深厚的技术积累，依托中国运营实体（PRC Operating Entities）构建的全消费者服务周期引擎，元保在保险消费者全服务旅程中实现了精准触达与体验优化。具体而言，在精准营销环节，借助媒体模型网络与用户模型网络，RPC 能在第三方媒体渠道以低成本效益开展品牌曝光与产品推广，通过分析消费者习惯与偏好定位潜在目标用户，并基于用户画像定制贴合需求的广告素材——如向家长推送儿童保障类产品、向白领推送全面保障类产品、向老年人推送适配医疗需求的产品，以此激发用户兴趣并引导其访问自营平台，且在用户互动过程中进一步验证用户画像预测、深化需求理解，同时通过用户主动分享的信息丰富数据洞察；在产品推荐环节，线上保险平台以高可视性与易用性设计确保用户清晰了解推荐产品优势，依托清晰的信息结构与简洁界面，用户可便捷获取保险期限、保额、责任、保费等关键条款信息，更通过互联模型网络洞察用户需求后借助“智能保险大脑”基于购买历史、浏览行为、保障缺口分析等自动推荐定制化产品，同时提供自动化与人工结合的客服服务，确保用户随时获取专业建议；在便捷投保环节，中国运营实体提供清晰安全的全线上投保流程，用户匹配到适配产品后可无纸化填写信息完成交易，大幅节省时间成本，且通过行业领先的加密与安全协议保障投保过程安全，提升整体体验；在售后服务环节，“以消费者为中心”的理念贯穿始终，自主研发的“数智员工”提供 7×24 小时线上聊天服务，支持用户更新保单、查询理赔进度等，同时设有专属客服团队协助解决保单、理赔、账单等疑问，更通过协助提交理赔申请、提供清晰指引、借助智能系统与数字化流程避免延误、定期同步理赔进度，以及升级“智能理赔”服务整合医疗知识图谱等技术，确保消费者在全周期中获得无忧体验，最终实现用户终身价值最大化。

公司建立了完善的模型评估体系 EvalMatrix，通过定义精确率、召回率等性能指标，持续监控和优化模型表现。这一系统化的技术管理方法确保了公司能够快速迭代模型，将模型部署时间缩短至三分钟以内，显著提升了业务响应速度。此外，公司还开发了保险知识图谱，整合超过 6000 款保险产品条款、30 万条医学术语、20 万条药品信息和 5 万条疾病信息，为自动化保险咨询和智能理赔提供了强大的知识基础。通过持续的技术投入和创新，公司构建了坚实的技术护城河，为其在竞争激烈的在线保险市场中保持领先地位提供了核心支撑。

图表 6：PRC 支持的完整消费者服务周期



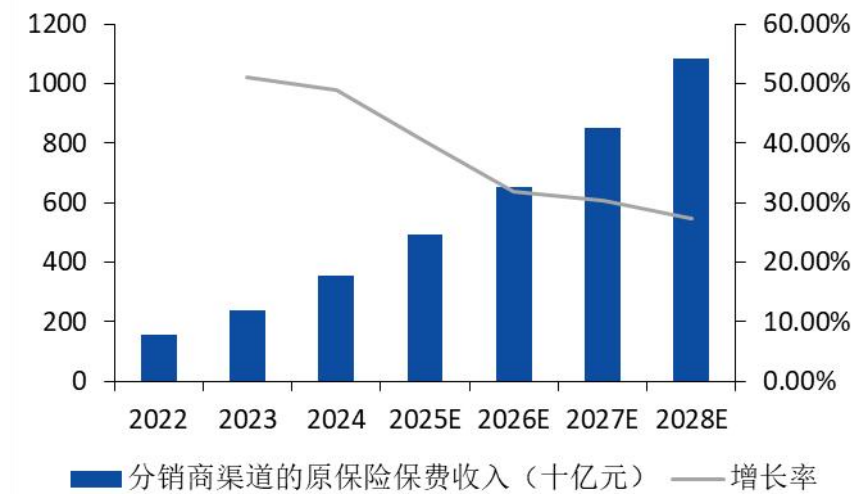
图片来源：招股说明书，华福证券研究所

2.2 市场领先的独立分销商，先发优势显著

元保在中国个人人寿和意外健康保险分销市场中确立了领先地位。根据弗若斯特沙利文的数据，以 2023 年首年保费计，公司是中国第二大保险分销商，同时也是最大的独立保险分销商。“独立”意味着公司不依赖于单一互联网平台的流量，业务模式更具灵活性和可持续性。更为难得的是，公司在实现规模扩张的同时展现了卓越的盈利能力。营收从 2023 年的 20.452 亿元人民币大幅增长 60.6%至 2024 年的 32.845 亿元；同期，持续经营业务的净利润从 2.052 亿元跃升至 8.658 亿元，实现了规模与利润的双重高增长。这证明了其商业模式的有效性和出色的运营效率。

中国在线保险分销市场具有巨大的增长潜力。目前，在线保险销售渗透率仍远低于在线零售渗透率，根据弗若斯特沙利文预测，中国在线保险销售渗透率将从 2023 年的 12.3%提升至 2028 年的 30.2%。与此同时，保险分销商在中国个人人寿和意外健康保险市场的份额远低于成熟市场，2023 年仅为 6.3%，而 2022 年美国 and 英国分别达到 52.1%和 78.5%。这一巨大的差距为公司提供了广阔的发展空间，公司凭借其先发优势和成熟的技术平台，有望在行业快速发展中获取更大市场份额。

图表 7: 中国个人寿险与意外健康保险市场通过分销商渠道的原保险保费收入



数据来源：招股说明书，沙利文，华福证券研究所

2.3 广泛的消费者覆盖与稳固的合作伙伴网络

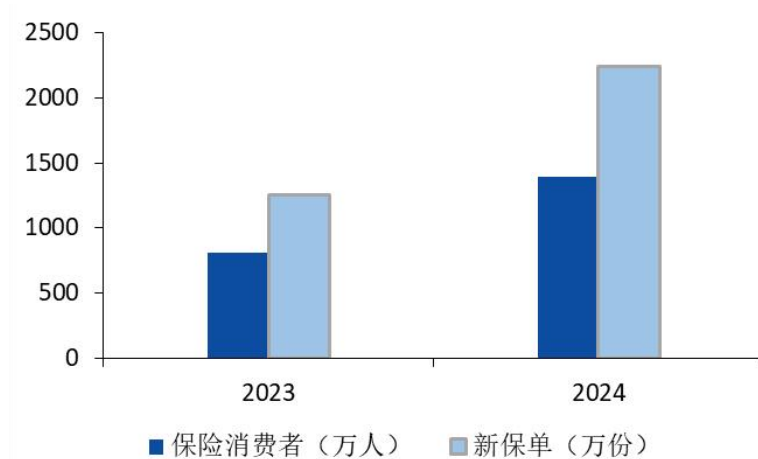
公司建立了庞大的消费者基础，服务范围覆盖全国所有省份。2023 年至 2024 年，公司服务的保险消费者从约 810 万人增长至约 1390 万人，增幅显著。公司特别注重开发传统保险服务不足地区的市场需求，通过普惠型保险产品有效激发了这些地区消费者的保险需求，体现了公司在市场拓展方面的战略眼光和执行能力。并且公司计划将线上保险分销业务的地域覆盖范围从中国境内扩展至境外，依托全消费者服务周期引擎的可扩展性，海外业务可快速复用现有技术与服务模式。为实现这



一目标，公司计划与海外市场中经过精心筛选的保险公司建立战略合作伙伴关系，初期将重点聚焦美国、欧洲等保险市场成熟的国家和地区。通过进入这些市场，旨在为海外领先保险公司提供线上保险分销服务，同时向全球消费者高效提供极具竞争力的保险产品。

在合作伙伴方面，公司与众多领先保险公司建立了稳定深入的合作关系。2023年和2024年，平台上的保险产品分别来自69家和46家保险公司，包括多家行业领先的保险机构。这种广泛的合作网络使公司能够为消费者提供丰富多样的保险产品选择。与此同时，公司通过技术赋能帮助合作保险公司提升运营效率和销售业绩，2023年和2024年分别促成约1250万和2240万份新保单，为保险公司创造了显著价值。这种互利共赢的合作模式巩固了公司在产业链中的核心地位，为可持续发展奠定了坚实基础。

图表 8: 元保保险消费者数量和促成新保单数量



数据来源：招股说明书，华福证券研究所



3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

保险分销服务收入：元保是2023年中国个人寿险及健康险市场首年保费规模最大的独立保险分销商。该业务的盈利模式是基于其分销的保单保费，从保险公司获取一定比例的佣金或技术服务费。2024年该业务收入为10.81亿元，同比增长51.90%。2025年上半年收入为6.67亿元，同比增长36.50%。考虑到沙利文预测国内保险分销行业25-27年增速分别为40%/32%/30%，且公司作为龙头通过全消费者服务周期引擎提升获客效率，增长质量高于行业，预计其增速将略高于行业水平，2025-2027年收入增速分别为42%/37%/32%。

系统服务收入：该业务是元保核心收入来源，2024年收入为21.94亿元，占比66.8%，同比增长66.12%。其盈利模式是向保险公司提供技术赋能和解决方案，并据此收取定期的系统服务。2025年上半年收入为13.65亿元，同比增长32.30%。该业务依赖其约4,700个模型构成的精准营销和分析服务能力，随着保险机构数字化转型需求增加，该业务增长驱动力更强、客户粘性更高，因此历史上增速持续快于保险分销服务。预计其未来增速将继续领先，2025-2027年收入增速分别为45%/40%/35%。

其他业务（含保险产品推广视频等）收入端：该业务规模较小，2024年收入为905万元，同比下降27.56%。2025年上半年收入仅为240万元，同比大幅下降51.70%，显示该业务处于持续收缩状态。考虑到该业务并非公司核心，且波动性极大，在可预见的未来难以看到扭转趋势的动力。因此，基于其急剧下滑的现状，预计2025年收入同比下滑30%，2026-2027年收入增速均为0%，即业务规模见底并维持在当前极低水平。

图表 9：公司业绩拆分预测表

单位百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
保险分销服务	收入	1,081.29	1,535.43	2,103.54	2,776.68
	YoY	51.90%	42.00%	37.00%	32.00%
系统服务	收入	2,194.19	3,181.57	4,454.20	6,013.17
	YoY	66.12%	45.00%	40.00%	35.00%
其他业务	收入	9.05	6.33	6.33	6.33
	YoY	-27.56%	-30.00%	0.00%	0.00%
合计	收入	3,284.53	4,723.34	6,564.08	8,796.18
	YoY	60.60%	43.81%	38.97%	34.00%
	成本	166.33	236.17	328.20	439.81
	YoY	20.56%	41.99%	38.97%	34.00%
	毛利率	94.94%	95%	95%	95%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所



3.2 费用预测

我们预计公司未来三年营收保持 34%-44%的较快增长，费用率随运营效率提升及规模效应释放，整体呈稳定优化趋势。

(1) 销售费用率：2023-2024 年期间，销售费用率从 71.5%显著下降至 54.5%，核心驱动因素在于智能营销系统有效优化了获客成本。2025 年上半年销售费用率进一步降至 53.69%，显示公司精准营销能力持续提升。随着模型迭代优化和用户基数扩大带来的口碑效应，销售费用率仍有下降空间。我们预测 2025-2027 年销售费用率分别为 53%/50%/48%。

(2) 管理费用率：2023-2024 年管理费用率从 6.9%小幅上升至 7.3%，主要系公司阶段性人员扩招及合规成本增加。2025 年上半年管理费用率已回落至 5.59%，表明管理效率改善明显。后续随着营收规模持续增长，单位管理成本将进一步摊薄。我们预测 2025-2027 年管理费用率均为 6%/5.5%/5%。

(3) 研发费用率：2023-2024 年研发费用率从 6.3%提升至 7.0%，系公司为巩固技术优势，持续加大模型研发与技术创新投入。2025 年上半年研发费用率进一步升至 7.74%，研发投入同比增长 75.8%，远高于收入增速，印证公司坚定投入技术的战略。考虑到公司需要维持技术领先地位，且正积极拓展 LLM、GraphRAG 等前沿技术应用，研发投入将保持在较高水平，但随着营收规模扩大，费用率将趋于稳定。我们预测 2025-2027 年研发费用率分别为 8%/8%/7%。

3.3 估值

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 47.23/65.64/87.96 亿元，归母净利润分别为 13.42/20.94/31.3 亿元。结合招股说明书及元保的互联网保险科技平台属性，选取了水滴公司、中国人寿、中国平安三家公司作为可比公司。

(1) 水滴公司：2016 年成立的互联网保险销售平台，以“让保险更简单”为使命，核心业务为保险分销及健康服务，通过技术驱动精准匹配用户与保险产品，与中国平安、中国人寿、人保寿险、众安在线等超百家保司合作，产品受法律保护，业务模式与元保的在线保险分销及全周期服务高度可比。

(2) 中国人寿：国内寿险行业龙头企业，拥有广泛的线下渠道与完善的线上分销体系，在个人人寿及意外健康保险领域的市场份额与运营经验，可为元保的长期业务发展提供参照。

(3) 中国平安：综合金融保险集团，依托科技能力赋能保险业务，在智能营销、理赔风控等领域的技术应用与规模效应，与元保的技术驱动战略相契合。

2025-2027 年平均 PE 为 8.38/7.69 /6.78 倍，公司 2025-2027 年 PE 分别为 4.85/3.11 /2.08。


图表 10: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值(亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
WDH.N	水滴公司	11.69	42	0.10	0.11	0.14	0.16	11.67	10.42	8.62	7.26
601628	中国人寿	43.48	10807	3.78	5.99	5.70	6.28	11.49	7.25	7.63	6.92
601318	中国平安	58.91	10137	7.16	7.88	8.63	9.55	8.43	7.47	6.83	6.17
			平均值					10.53	8.38	7.69	6.78
YB.0	元保	141.32	65	9.46	29.12	45.44	67.92	14.94	4.85	3.11	2.08

数据来源: wind, 华福证券研究所

注: 股价为 2025/11/21 日股价, 人民币兑美元汇率取自 2025 年 11 月 21 日中国外汇交易中心授权公布的人民币汇率中间价公告, 可比公司使用 Wind 一致预期, 如无特殊标注单位为人民币

4 风险提示

(1) 监管政策变化及合规风险：互联网保险行业监管政策仍处于持续完善阶段。《互联网保险业务监管办法》、个人信息保护法及反垄断相关规定对平台型保险中介机构的营销行为、数据处理和合作合规提出更高要求。例如，中介机构不得以与销售结果挂钩的薪酬激励销售人员，也不得以夸大、误导等方式开展营销。若未来监管标准进一步趋严，而公司未能及时调整运营模式或系统合规流程，可能面临业务整改、罚款、暂停合作渠道等处罚，从而对获客效率、销售规模及盈利能力造成不利影响。此外，境外上市公司还需遵守 PCAOB 审计检查、外汇登记及跨境数据安全要求，若合规落实不到位，亦可能带来经营与财务风险。

(2) 第三方合作稳定性及流量依赖风险：公司在业务运营中依赖外部流量渠道和支付平台进行保险销售、投保支付及用户转化。若第三方平台的政策、算法或流量分配规则发生调整，或合作关系出现中断，将直接影响元保的获客效率与成本结构。同时，若第三方支付平台出现技术故障、合规风险或监管限制，可能导致交易延迟或无法完成，从而影响保险产品的正常销售和客户体验。

(3) 技术系统及数据安全风险：公司依托大数据与 AI 技术进行业务运营，核心竞争力来自自研模型与算法。若系统存在漏洞、算法误判或服务器安全防护不足，可能导致客户信息泄露、系统宕机或服务中断。随着数据安全监管的趋严，公司在用户隐私保护、跨境数据传输及模型合规使用方面的要求将持续提升，任何违规行为都可能引发行行政处罚或声誉损失。

(4) 知识产权与法律合规风险：公司的核心技术、模型架构及品牌内容均属于知识产权范畴。若被第三方主张专利、版权或商标侵权，即使指控缺乏依据，公司仍需投入时间和资金进行应诉与取证。若侵权成立，可能导致赔偿、禁令或技术停用，进而影响公司正常运营与竞争优势。。

图表 11: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位: 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	单位: 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,905	2,258	4,099	6,880	营业总收入	3,285	4,723	6,564	8,796
应收款项合计	337	520	722	968	主营业务收入	3,285	4,723	6,564	8,796
存货	0	0	0	0	营业总支出	2,426	3,401	4,496	5,718
其他流动资产	431	324	333	344	营业成本	0	236	328	440
流动资产合计	2,673	3,102	5,154	8,192	营业开支	2,657	3,165	4,168	5,278
固定资产净额	5	5	6	6	营业利润	859	1,323	2,068	3,079
权益性投资	0	0	0	0	净利息支出	-24	-42	-64	-110
其他长期投资	0	0	0	0	权益性投资损益	0	0	0	0
商誉及无形资产	77	75	72	70	其他非经营性损益	8	5	5	5
土地使用权	0	0	0	0	非经常项目前利润	891	1,369	2,136	3,193
其他非流动资产	25	20	20	20	非经常项目损益	0	0	0	0
非流动资产合计	107	100	98	96	除税前利润	891	1,369	2,136	3,193
资产总计	2,780	3,202	5,252	8,288	所得税	26	27	43	64
应付账款及票据	11	14	20	26	少数股东损益	0	0	0	0
循环贷款	0	0	0	0	持续经营净利润	865	1,342	2,094	3,130
其他流动负债	930	47	65	88	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	941	61	85	114	优先股利及其他调整项	430	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0	归属普通股股东净利润	436	1,342	2,094	3,130
其他非流动负债	52	30	30	30	EPS (最新股本摊薄)	9.46	29.12	45.44	67.92
非流动负债合计	52	30	30	30					
负债总计	993	91	115	144	主要财务比率				
归属母公司所有者权益	1,787	3,110	5,137	8,145		2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	-1	成长能力				
股东权益总计	1,787	3,110	5,137	8,144	营业收入增长率	60.6%	43.8%	39.0%	34.0%
负债及股东权益总计	2,780	3,202	5,252	8,288	归母公司净利润增长率	230.9%	207.9%	56.0%	49.5%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	100.0%	95.0%	95.0%	95.0%
单位: 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	26.4%	28.4%	31.9%	35.6%
经营活动现金流	1,208	237	1,850	2,800	ROE	33.0%	54.8%	50.8%	47.1%
净利润	436	1,342	2,094	3,130	ROA	20.3%	44.9%	49.5%	46.2%
折旧和摊销	15	13	13	12	偿债能力				
营运资本变动	790	-1,071	-188	-228	资产负债率	35.7%	2.8%	2.2%	1.7%
其他非现金调整	-32	-48	-69	-115	流动比率	2.8	50.9	60.6	71.9
投资活动现金流	-158	115	-6	-6	速动比率	2.8	50.9	60.6	71.9
资本支出	-3	-11	-11	-11	每股指标 (元)				
长期投资	0	0	0	0	每股收益	9.5	29.1	45.4	67.9
其他长期资产	-155	126	5	5	每股经营现金流	26.2	5.1	40.1	60.8
融资活动现金流	-9	1	-3	-13	每股净资产	38.8	67.5	111.5	176.8
借款增加	0	0	0	0	估值比率				
股利分配	0	0	-67	-122	P/E	15	5	3	2
普通股增加	0	0	0	0	P/B	4	2	1	1
其他融资活动现金流	-9	1	64	109	EV/EBITDA	74	49	31	21

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn