

3Q25 点评，收入及保费重新加速，利润率回升，业绩趋势稳健向好

元保 (YB.O)

核心观点

3Q25 业绩重新加速，看好 26 年催化释放后估值修复

元保 3Q25 业绩回应 2Q25 业绩后市场关于“流量竞争导致利润率下滑”的担忧，市场目前的担忧仍然是 IPO 解禁减持&增长及利润持续性。当前的低估值并未充分反映其庞大的现金储备价值及业务稳健增长的价值。我们认为公司后续存在以下催化：1) 宣布分红，2) 流通股比例适当提升/减持风险缓释，3) 海外业务探索取得阶段性成果，开始规模化增长等。当前公司在手现金构筑安全边际，收入/利润仍然在稳健增长，我们看好公司后续的估值修复。

事件

收入增长提速，净利率再创新高，现金储备显著增厚。元保于 2025 年 12 月 3 日发布 3Q25 业绩，3Q25 公司总收入达到 11.58 亿元人民币，同比增长 33.6%，其中保险分销服务收入为 3.73 亿元，同比增长 27.9%；系统服务收入为 7.84 亿元，同比增长 36.9%。净利润同比增长 51.3% 至 3.70 亿元人民币，净利润率从去年同期的 28.2% 扩大至 32.0%。Non-GAAP 净利润同比增长 51.7% 至 3.90 亿元，Non-GAAP 净利润率达到了 33.7%。3Q25 经营性净现金流达 3.26 亿元。截至季度末，公司持有的现金、现金等价物、定期存款及短期投资等总额达 37.5 亿元人民币，同比增长 82.3%。

营收增速提速与高利润率并举，ROI 导向的动态策略成效显著。3Q25 公司展现较强的经营韧性，总收入同比增长 33.6% 至 11.58 亿元，净利润率进一步扩张至 32.0%。管理层在业绩会上强调，营销效率的提升并非偶然，而是基于 ROI 导向的动态策略调整，例如主动避开“双 11”等电商高价流量时段，在流量成本较低时增加投入。这一策略不仅推动了新增保单数同比大增 41.8%，更验证了公司作为 Ad-tech 平台的流量套利能力。尽管宏观环境存在不确定性，但公司通过精准的客群触达和系统服务能力的输出（收入占比提升至近 68%），成功将普惠保险的结构需求转化为持续的业绩增长。

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521100004
SFC 编号:BUI663

许悦

xuyue@csc.com.cn
SAC 编号:S1440523030001

赵然

zhaoran@csc.com.cn
021-68801600
SAC 编号:S1440518100009
SFC 编号:BQQ828

沃昕宇

woxinyu@csc.com.cn
010-56135215
SAC 编号:S1440524070019

发布日期：2025 年 12 月 08 日

当前股价：21.97 美元

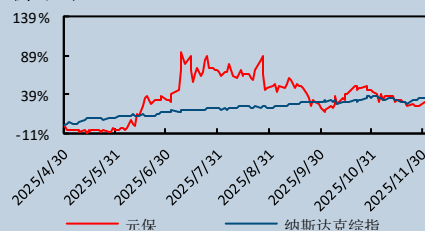
目标价：33.6 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|-----------------|-----------|--------------|-------------|
| | 5.42/4.44 | -2.83/-11.45 | / |
| 12 月最高/最低价 (美元) | | | 30.85/14.22 |
| 总股本 (万股) | | | 4,608.02 |
| 流通股本 (万股) | | | 3,239.15 |
| 总市值 (亿美元) | | | 10.12 |
| 流通市值 (亿美元) | | | 10.12 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | | 6.23 |
| 主要股东 | | | |
| Rui Fang | | | 39.80% |

股价表现



AI渗透率突破临界点，从“降本”迈向“重构”研发与风控逻辑。财报披露 AI 技术在核心业务中的深度渗透。公司研发团队占比已近 70%，且 AI 生成的代码已占新代码量的近 50%，显著提升了研发效率。在核心引擎方面，公司利用大语言模型（LLM）实现了从“人工特征设计”到“智能特征生成”的跨越，大幅增强了模型的语义理解和高维特征提取能力。此外，AI 在客服端的应用不仅限于问答，更深入到意图识别、自动摘要及多模态身份验证，构建了“数据-模型-反馈”的高效闭环，进一步加深了技术护城河。

政策风险“软着陆”预期兑现，充裕现金储备开启股东回报想象空间。针对近期广告费税前扣除上限（15%）新规，管理层明确表示目前无实质影响，且若成为行业标准，将加速低效率中小中介的出清，利好头部企业。更为关键的是，截至 3Q25 末，公司账面现金及短期投资高达 37.5 亿元，公司明确表示正在评估分红策略。在轻资产模式下，现金储备不仅为抵御风险提供安全边际，也为未来的股东回报提供坚实基础，有望成为股价重估的催化剂。

“系统服务”夯实第二增长曲线，产品创新持续挖掘普惠需求。公司的增长引擎已不仅限于 C 端分销，“系统服务”收入同比增长 36.9%，成为营收增长的核心驱动力。这表明公司通过向保险合作伙伴输出精准营销和风控技术，成功实现了 B 端业务的规模化扩张。同时，在产品端，公司推出了结合“一次性赔付+多次报销”的混合型短期重疾险，精准切中市场痛点。这种 B 端技术赋能与 C 端产品创新双轮驱动的模式，为公司在竞争激烈的市场中开辟了差异化的增长路径。

投资建议：元保 3Q25 业绩回应 2Q25 业绩后市场关于“流量竞争导致利润率下滑”的担忧，市场目前的担忧仍然是 IPO 解禁减持&增长及利润持续性。当前的低估值并未充分反映其庞大的现金储备价值及业务稳健增长的价值。我们认为公司后续存在以下催化：1) 宣布分红，2) 流通股比例适当提升/减持风险缓释，3) 海外业务探索取得阶段性成果，开始规模化增长等。当前公司在手现金构筑安全边际，收入/利润仍然在稳健增长，我们看好公司后续的估值修复。维持“买入”评级。

风险分析

技术护城河的可持续性：元保的核心竞争力是其专有的“全用户服务周期引擎”和数千个 AI 模型。最大的技术风险在于，这种优势是否能够长期维持。随着 AI 技术的快速发展和开源，资金雄厚的竞争对手同样在加大研发投入，有可能复制其核心功能或开发出更先进的模型，从而削弱元保的技术壁垒和效率优势。

产品组合单一的风险：元保的业务高度集中于短期健康险和意外险，2022 年短期险的首年保费占比高达 92.6%。虽然这类产品决策快、易于线上销售，但也存在风险——长期保障型产品的利润率通常更高，且更能锁定用户的长期价值（LTV）。过度依赖短期险可能影响公司的长期盈利能力和客户忠诚度。

对付费获客的高度依赖：与水滴公司依靠“水滴筹”社群建立的低成本流量池不同，元保的增长主要依赖于在第三方社交媒体等渠道进行高效的付费广告投放。这一模式使其直接暴露在客户获取成本（CAC）不断上涨的风险之下。保险业的获客成本本就居高不下，一旦流量平台成本上升或其算法效率下降，元保的高利润率将面临巨大压力。

营销行为规范：监管机构对线上营销宣传有严格规定，禁止误导性宣传和“钓鱼式”营销，例如利用极低保费的“引流”产品来诱导客户升级购买更昂贵的保险。元保以付费营销为核心，其转化漏斗若被认定为违规，将面临整改风险，可能直接影响其获客效率。

可变利益实体（VIE）结构风险：与许多在美国上市的中国公司一样，元保采用 VIE 结构。这意味着国际投资者购买的是在开曼群岛注册的控股公司的股权，而非直接持有在中国境内实际运营业务的公司的股权。该控股公司通过一系列合同来控制境内实体。这种合同安排的合法性始终面临中国监管机构未来潜在的挑战，可能导致投资者利益受损。

报表预测

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 流动资产 | 1,410.23 | 2,672.81 | 4,211.33 | 6,166.35 | 8,486.17 |
| 现金 | 884.20 | 2,240.89 | 2,640.48 | 4,202.79 | 6,129.90 |
| 应收票据及应收账款合 | 247.09 | 260.96 | 660.44 | 825.55 | 990.66 |
| 其他应收款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 预付账款 | 22.86 | 75.96 | 74.38 | 92.97 | 111.56 |
| 存货 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动资产 | 256.09 | 95.00 | 836.03 | 1,045.04 | 1,254.05 |
| 非流动资产 | 110.42 | 106.83 | 96.39 | 88.34 | 82.05 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 3.87 | 4.90 | 4.13 | 3.36 | 2.59 |
| 无形资产 | 58.21 | 58.05 | 48.37 | 38.98 | 29.94 |
| 其他非流动资产 | 48.34 | 43.88 | 43.88 | 46.00 | 49.52 |
| 资产总计 | 1,520.65 | 2,779.64 | 4,307.71 | 6,254.69 | 8,568.22 |
| 流动负债 | 634.15 | 940.81 | 1,164.79 | 1,453.12 | 1,740.30 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款合 | 17.08 | 10.68 | 11.16 | 13.95 | 16.73 |
| 其他流动负债 | 617.08 | 930.14 | 1,153.63 | 1,439.17 | 1,723.57 |
| 非流动负债 | 32.93 | 51.74 | 51.74 | 51.74 | 51.74 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 32.93 | 51.74 | 51.74 | 51.74 | 51.74 |
| 负债合计 | 667.08 | 992.56 | 1,216.53 | 1,504.86 | 1,792.05 |
| 少数股东权益 | 2,990.95 | 3,420.88 | 3,420.88 | 3,420.88 | 3,420.88 |
| 股本 | 0.05 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| 资本公积 | 134.33 | 198.66 | 198.66 | 199.66 | 201.66 |
| 留存收益 | -2,271.77 | -1,832.53 | -528.43 | 1,129.21 | 3,153.56 |
| 归属母公司股东权益 | -2,137.39 | -1,633.80 | -329.70 | 1,328.95 | 3,355.29 |
| 负债和股东权益 | 1,520.65 | 2,779.64 | 4,307.71 | 6,254.69 | 8,568.22 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流 | 441.97 | 1,207.60 | 382.59 | 1,541.87 | 1,900.57 |
| 净利润 | 203.12 | 865.85 | 1,304.10 | 1,657.65 | 2,024.35 |
| 折旧摊销 | 16.14 | 14.95 | 10.44 | 11.04 | 12.29 |
| 财务费用 | -19.70 | -24.31 | -8.54 | -11.98 | -18.08 |
| 其他经营现金流 | 242.41 | 351.12 | -923.41 | -114.84 | -117.99 |
| 投资活动现金流 | -45.26 | -157.57 | 8.46 | 8.46 | 8.46 |
| 资本支出 | -7.58 | -22.16 | 0.00 | -3.00 | -6.00 |
| 其他投资现金流 | -37.67 | -135.41 | 8.46 | 11.46 | 14.46 |
| 筹资活动现金流 | 18.05 | -9.11 | 8.54 | 11.98 | 18.08 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | 18.05 | -9.11 | 8.54 | 11.98 | 18.08 |
| 现金净增加额 | 414.76 | 1,040.92 | 399.59 | 1,562.31 | 1,927.11 |

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 2,045.15 | 3,284.53 | 4,345.43 | 5,431.78 | 6,518.14 |
| 营业成本 | 137.96 | 166.33 | 173.82 | 217.27 | 260.73 |
| 其他营业费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 销售和管理费用 | 1,603.30 | 2,028.55 | 2,455.17 | 2,987.48 | 3,487.20 |
| 研发费用 | 128.53 | 231.04 | 391.09 | 543.18 | 717.00 |
| 财务费用 | -19.70 | -24.31 | -8.54 | -11.98 | -18.08 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 2.00 |
| 营业利润 | 195.06 | 882.92 | 1,333.90 | 1,696.83 | 2,073.30 |
| 其他非经营损益 | 10.42 | 8.50 | 8.71 | 8.71 | 8.71 |
| 利润总额 | 205.48 | 891.41 | 1,342.61 | 1,705.54 | 2,082.01 |
| 所得税 | 2.36 | 25.57 | 38.51 | 47.89 | 57.66 |
| 净利润 | 203.12 | 865.85 | 1,304.10 | 1,657.65 | 2,024.35 |
| 少数股东损益 | 536.06 | 429.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | -332.94 | 435.92 | 1,304.10 | 1,657.65 | 2,024.35 |
| EBITDA | 201.92 | 882.05 | 1,344.51 | 1,704.60 | 2,076.22 |
| EPS (元) | -7.23 | 9.46 | 28.30 | 35.97 | 43.93 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|----------|---------|-----------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 140.54 | 60.60 | 32.30 | 25.00 | 20.00 |
| 归属于母公司净利润 | 2,174.36 | 366.74 | 53.85 | 26.95 | 21.87 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 93.25 | 94.94 | 96.00 | 96.00 | 96.00 |
| 销售净利率 (%) | 9.93 | 26.36 | 30.01 | 30.52 | 31.06 |
| ROE (%) | 15.58 | -26.68 | -395.54 | 124.73 | 60.33 |
| ROIC (%) | 66.41 | 479.62 | -1,026.97 | 184.87 | 183.12 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 43.87 | 35.71 | 28.24 | 24.06 | 20.92 |
| 净负债比率 (%) | -103.59 | -125.39 | -85.42 | -88.48 | -90.46 |
| 流动比率 | 2.22 | 2.84 | 3.62 | 4.24 | 4.88 |
| 速动比率 | 1.82 | 2.74 | 2.90 | 3.52 | 4.16 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.34 | 1.18 | 1.01 | 0.87 | 0.76 |
| 应收账款周转率 | 8.28 | 12.59 | 6.58 | 6.58 | 6.58 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | -7.23 | 9.46 | 28.30 | 35.97 | 43.93 |
| 每股经营现金流 (最新) | 9.59 | 26.21 | 8.30 | 33.46 | 41.24 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | -46.38 | -35.46 | -7.15 | 28.84 | 72.81 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | -21.89 | 16.72 | 5.59 | 4.40 | 3.60 |
| P/B | -3.41 | -4.46 | -22.11 | 5.48 | 2.17 |
| EV/EBITDA | 11.45 | 1.71 | 0.90 | -0.14 | -0.99 |

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24 第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年度证券时报·新财富杂志海外市场研究团队第五名。

赵然

中信建投研究发展部非银金融与前瞻研究首席分析师。中国科学技术大学应用统计硕士。曾任中信建投金融工程分析师，覆盖大类资产配置和 FOF 研究，2018 年 Wind 金牌分析师金融工程第 2 名团队成员，2020 年，2021 年 Wind 金融分析师非银金融第 1 名，2020 年，2021 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第 1 名。目前重点覆盖非银金融行业与金融科技领域研究，聚焦财富管理、科技金融、数字金融等热点领域。多次参与监管机构及各类金融机构等深度课题研究。

沃昕宇

中信建投非银金融与前瞻团队分析师，北京大学硕士，主要覆盖保险/保险科技、养老金融领域，对人身险产品结构转型、资产负债匹配、养老金金融等细分领域有较为深入的研究。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk