

2025 年 12 月 18 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据		2025 年 12 月 17 日
收盘价（港元）		3.21
一年内最高/最低（港元）		7.36/0.87
总市值（百万港元）		13,030.33
流通市值（百万港元）		13,030.33
资产负债率（%）		84.60
资料来源：聚源数据		

云锋金融 (00376. HK)

——新业务价值高增，投资管理能力独特

投资要点：

- **扎根香港寿险市场，兼具强大科技基因。**云锋金融于 2018 年完成对美国万通保险亚洲的收购，当前稳健且高价值的万通保险业务是公司的主业压舱石，提供坚实的 basic 盘和现金流。公司股权结构稳定，管理层科技基因深厚。云锋的主要间接股东为云锋金融控股有限公司和美国万通人寿保险公司，云锋金融控股有限公司的实际控制人为虞锋先生，美国万通人寿为全美五大寿险公司之一（按 2025 年 6 月 2 日《FORTUNE 500》公布的“互惠寿险公司”及“上市股份寿险公司”2024 年度收入排名榜合并计算）。公司董事会主席为联合创始人之一虞锋先生，其投资布局始终着眼于最先进的技术范式变迁，从早期的互联网、消费到如今的金融科技、人工智能，展现出前瞻性行业洞察。同时自 2019 年开始，HashKey 董事长肖风博士即在云锋金融担任独立董事，持续为公司战略注入行业远见。
- **万通保险是中国香港寿险市场的领先参与者，经营业绩处于上升通道。**

负债端：2020–2024 年，万通新单业务在中国香港的市占率由 1.1% 上升到 1.8%（按年化新保费 APE 口径计量），行业排名在 12–15 名。万通的传统优势产品为万用寿险，派息率稳定，近年来也发力具备多币种转换功能的分红型终身年金等产品。25 年上半年受益于港险市场繁荣和公司效率提升，实现 NBV 和 APE 高速增长（yoy+81%/+107%）。在新业务价值和费用管控双轮驱动下，近年来万通保险实现了 EV 和 CSM 稳健增长：内含价值 2020–2024 年 CAGR 达到 7.6%，25H1yoy 达 +5.7%；合同服务边际 2022–2024 年 CAGR 达到 6.1%，25H1 相比 24 年底进一步增长 16.6%。

资产端：1）投资资产特点：固收和现金资产占比将近九成，预计是由于存量负债端产品策略更偏万用保险；2）投资地域情况：万通亚洲背靠美国万通保险，实现全球底层资产的分散，截至 2025H1，公司投资资产地域分布超过全球 15 个国家和地区，其中美国于公司投资组合的资产分配中占比达 78.3%；3）投资能力优势：万通亚洲与霸菱资管建立战略合作，享有全球顶级投资资源和金融专家网络；万通保险 25H1 的固定收益投资平均收益率同比提升 0.1pct 至 4.5%，高于同期友邦 4.2% 的数据，显示公司在固收投资领域的优势。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年 NBV 增速分别为 61%/30%/15%，EV 增速为 10.7%/10.0%/10.4%，2025/12/17 股价对应 PEV 为 0.6/0.5/0.5 倍。2025 年以来公司 PEV 估值平均在 0.5 倍。公司寿险主业经营稳定业绩处于上升通道，25H1 业绩与新业务价值双高增，资产端高质量配置全球资产、固收投资能力优势显著，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**保险销售不及预期，资本市场波动风险，宏观经济风险

盈利预测与估值（港元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	8,734	9,837	10,880	11,691	13,031

同比增长率 (%)	-8%	13%	11%	7%	11%
归母净利润 (百万港元)	397	471	817	912	1166
同比增长率 (%)	255%	19%	73%	12%	28%
每股收益 (港元/股)	0.10	0.12	0.20	0.22	0.29
ROE (%)	3.61%	4.52%	7.26%	7.50%	8.75%
市盈率 (P/E)	9.7	8.5	15.9	14.3	11.2

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

备注：此处营业收入等于保险收入、投资管理服务收入、其他收入、实际利率法计算的利息收入和投资回报合计
ROE 为归母 ROE 口径

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年 NBV 增速分别为 61%/30%/15%，EV 增速为 10.7%/10.0%/10.4%，2025/12/17 股价对应 PEV 为 0.6/0.5/0.5 倍。2025 年以来公司 PEV 估值平均在 0.5 倍。公司寿险主业经营稳定业绩处于上升通道，25H1 业绩与新业务价值双高增，资产端高质量配置全球资产、固收投资能力优势显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

受益于代理人规模提升，2025 年 H1 公司年化新保费同比增加 107%。考虑香港保险市场需求较为坚实，万通保险在香港市场地位稳定，我们假设未来三年公司新业务伴随市场稳中有升，假设公司 2025–2027 年化新保费增速为 75%/20%/15%。考虑公司保险业务较为稳定，我们假设公司 2025–2027 年 NBV Margin 分别为 23%/25%/25%。综上，预计 2025–2027 年 NBV 增速分别为 61%/30%/15%，EV 增速分别为 10.7%/10.0%/10.4%。

投资逻辑要点

公司寿险主业处于经营上升周期，负债端：受益于港险市场繁荣和公司效率提升，25 年上半年新业务价值和年化新保费高增（yoy+81%/+107%），在新业务价值和费用管控双轮驱动下，近年来 EV 和 CSM 稳健增长。资产端：背靠美国万通保险，与霸菱资管建立战略合作，享有全球顶级投资资源，固收投资能力较优，25H1 的固定收益投资平均收益率达 4.5%，高于同期友邦 4.2%的数据。

核心风险提示

保险销售不及预期，资本市场波动风险，宏观经济风险

内容目录

1. 寿险为主业的金融科技公司	7
2. 保险业务：新业务增速快，运营偏差改善	8
2.1. 负债端：新业务价值高增，稳健经营夯实内含价值	9
2.2. 资产端：构建“1+N”投资结构，实现全球资源布局	16
2.3. 行业空间：需求支撑坚实，香港保险市场前景可期	17
3. 盈利预测与评级	18
3.1. 盈利预测	18
3.2. 估值与评级	19
4. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司拥有保险业务基础和创新科技基因	7
图表 2: 云锋收购万通保险亚洲的情况简介	7
图表 3: 云锋金融股东背景雄厚	8
图表 4: 2020-2025Q1 香港长期保险标准新造业务保费变动情况	9
图表 5: 2020-2025Q1 万通长期保险标准新造业务保费及行业占比变化情况	9
图表 6: 万能险相比传统寿险灵活性	10
图表 7: 公司万能险派息率保持较高水平	10
图表 8: 万通鼎峰指数万用寿险的账户运作示意图	11
图表 9: 公司年金产品派息率保持较高水平	11
图表 10: “多元终身年金”产品提供 12 款终身派发的年金权益选择	12
图表 11: 保单分拆和货币转化权益可帮助客户实现长线财富规划	12
图表 12: 2018-2025H1 公司分区域保费收入占比变化情况	13
图表 13: 2021-2025H1 各产品类型保费收入变化（百万港元）	13
图表 14: 2018-2024 年万通的年化保费数据：亿港元	13
图表 15: 2018-2024 年万通的 NBV 价值	13
图表 16: 25H1 各渠道新业务价值快速增长（百万港元）	14
图表 17: 公司人力数量基本稳定（人/个）	14
图表 18: 各渠道类型保费收入占比情况	14
图表 19: 公司年化新保费各渠道占比情况	14
图表 20: 公司内含价值稳定增长（亿港元，%）	15
图表 21: 公司 EV 变动分析（百万港元）	15
图表 22: 公司合同服务边际变化情况（百万港元，%）	15
图表 23: 2024 年起经验差异正向贡献 CSM（百万港元）	15
图表 24: 2018-2024 年公司综合权益变动情况（十亿港元，%）	16
图表 25: 2023 年来公司净营运利润持续增长（百万港元）	16
图表 26: 公司各类型合同对应投资资产占比	16
图表 27: 公司投资资产以现金和固收为主（百万港元，%）	16
图表 28: 公司融合保险+投资，开启投资新范式	17
图表 29: 公司固定收益投资收益率优势显著	17

图表 30: 离岸业务年化新保费收入和占比变化情况	18
图表 31: 2020 年以来内地访客在中国香港出入境旅客人次变化情况 (人次)	18
图表 32: 公司保险业务 EV 预测	19
图表 33: 2025 年以来云锋 PEV 平均在 0.5×	19

1. 寿险为主业的金融科技公司

扎根香港寿险市场，兼具强大科技基因。云锋金融集团是一家创新型金融科技公司，于2015年港股借壳上市，公司业务涵盖保险、证券经纪、资产管理和金融科技。集团旗下子公司持有香港证监会的1、4、9号牌照，并通过控股万通保险拥有香港保监局长期保险牌照及强积金受托人资格。公司寿险业务扎根香港50年，为香港排名前十的寿险公司，同时面向东南亚等全球客户提供多样化保险产品。

图表 1：公司拥有保险业务基础和创新科技基因



资料来源：公司介绍材料，华源证券研究所

收购美国万通保险亚洲有限公司：云锋金融构建大资管生态的关键落子。2018年前，云锋金融集团作为一家以金融科技为核心驱动的综合金融服务平台，其业务主要涵盖证券经纪、财富管理及企业融资等领域。收购万通保险，是补充保险板块缺口、打造大资管生态的关键战略布局。

具体来看，云锋金融联合多家投资者（包括觅优国际、信晖、新浪、巨人投资等），以总对价131亿港元收购美国万通保险亚洲有限公司全部已发行股本。其中云锋金融收购60%股权，对应78.6亿港元对价，公司采用现金+股权置换方式进行支付，部分(26.6亿港元)通过现金或发行无息票据支付，部分(52亿港元)以每股6.5港元发行8亿股新股支付。收购完成后，云锋持有万通保险60%的股份，并于2019年12月进一步增持9.8%股权，持股比例达69.8%。

图表 2：云锋收购万通保险亚洲的情况简介

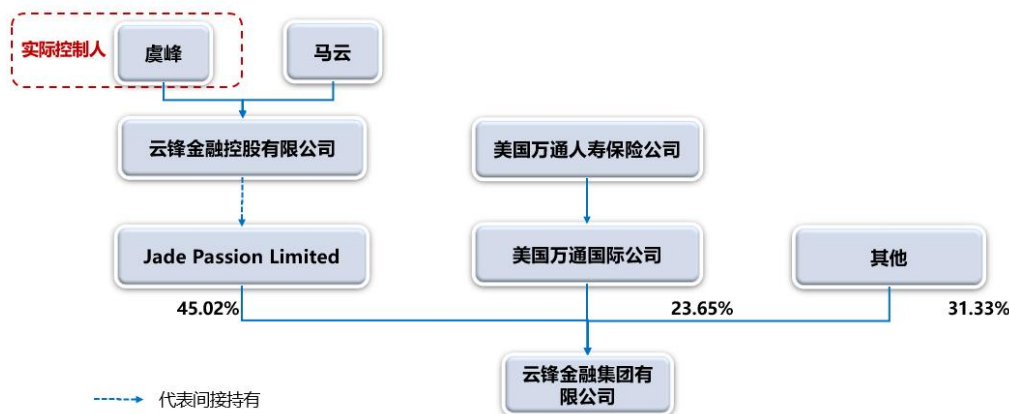
收购时间	2017年8月宣布，2018年11月完成交易
买方主体	云锋金融、觅优国际、City-Scape、Api（蚂蚁金服的全资附属公司）、信晖、新浪、满亿、巨人投资
收购标的	美国万通保险亚洲有限公司
交易对价	78.6亿港元（云锋金融支付的部分）
交易支付方式	现金+股权置换：部分(26.6亿港元)通过现金或发行无息票据支付，部分(52亿港元)以每股6.5港元发行8亿股新股支付
股权结构变化	收购完成后，MassMutual International LLC（美国万通国际）持有云锋金融24.82%的股份，云锋金融持有万通保险亚洲60%的股份

资料来源：公司公告，华源证券研究所

云锋金融集团有限公司的主要间接股东为云锋金融控股有限公司和美国万通人寿保险公司。截至 2025 年 9 月 23 日，虞锋作为云锋金融控股有限公司的控股股东，间接持有公司 45.02% 的股份，美国万通人寿保险持有公司 23.65% 的股份，为公司的前两大股东。

按 2025 年 6 月 2 日《FORTUNE 500》公布的“互惠寿险公司”及“上市股份寿险公司”2024 年度收入排名榜合并计算，美国万通人寿为全美五大寿险公司之一。

图表 3：云锋金融股东背景雄厚



资料来源：公司年报，上交所，华源证券研究所

备注：数据截至 2025 年 9 月 23 日

启动新股权激励计划，吸引保留核心人才。2025 年 8 月 28 日，公司宣布采纳新的股份奖励计划，有效期十年，确保与员工长期贡献绑定。新计划的合资格参与者范围较广，包括雇员、服务提供者及关连实体参与者，目的在于通过股权激励挽留和吸引核心人才，激发长期动力，并进一步实现公司与股东利益的一致性。另外，公司对“2022 年购股权计划”进行关键条款修订，允许使用库存股份偿付购股权，防止股本稀释。

人才储备充足，科技基因深厚。公司董事会主席为联合创始人之一虞锋先生，其投资布局始终着眼于最先进的技术范式变迁，从早期的互联网、消费到如今的金融科技、人工智能，展现出前瞻性行业洞察。同时自 2019 年开始，HashKey 董事长肖风博士即在云锋金融担任独立董事，持续为公司战略注入行业远见。今年以来，云锋进一步加大人才储备力度，成功邀请复星国际联合创始人梁信军任公司独立非执行董事，前蚂蚁数字科技总裁蒋国飞博士加盟，持续夯实公司的科技人才储备。

2. 保险业务：新业务增速快，运营偏差改善

2.1. 负债端：新业务价值高增，稳健经营夯实内含价值

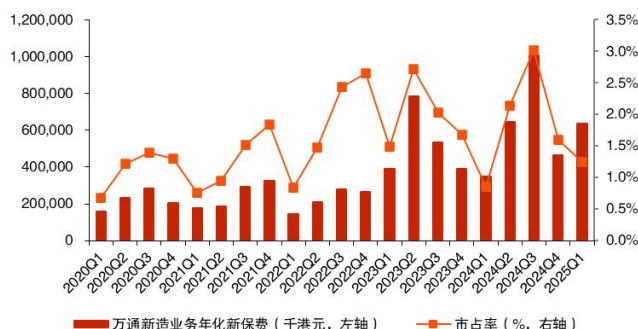
万通长期保险新业务保费和市占率整体呈上升趋势。2020-2024 年万通保险在中国香港的新造业务年度化保费(APE 口径,即 10%整付保费+100%年度化保费)实现 29.3%的 CAGR, 领先中国香港寿险市场整体 CAGR15.2pct。季度来看, 虽然万通新业务保费在香港市场占比有所波动, 但中枢呈现上升趋势, 2020-2024 年, 万通新造业务年度化保费 (APE 口径) 市占率分别为 1.1%/1.2%/1.7%/2.0%/1.8%, 在中国香港长期险行业的排名于 12-15 名波动。

图表 4: 2020-2025Q1 香港长期保险标准新造业务保费变动情况



资料来源：香港保险业监管局，华源证券研究所

图表 5: 2020-2025Q1 万通长期保险标准新造业务保费及行业占比变化情况



资料来源：香港保险业监管局，华源证券研究所

万通保险主要产品为传统寿险、万能保险、投连险及团体保险产品等。目前, 公司拥有四类旗舰产品, 分别是“富饶千秋储蓄计划”(灵活分红储蓄险)、“首选健康保障”系列(重疾险)、“首选灵活万用寿险计划”(万能寿险)及“万通多元终身年金”(年金险)。

万能寿险为万通保险特色, 4%的稳定派息成优势卖点。万通的万能险业务源自美国万通的深厚根基, 美国万通的成熟经验为万通亚洲在中国香港二十余年的成功运营提供了坚实基础, “首选灵活万用寿险”一直为公司顶级的旗舰产品。万能险相对于传统寿险的主要优势在于: 1) 缴费灵活性: 赋予投保人调整保费的自主权, 以匹配其生命周期的财务变化。2) 运作透明性: 保费在扣除保障成本与管理费用后, 进入独立账户投资; 现金价值由净保费与市场化投资收益共同驱动, 结合了保障与储蓄功能。从万通保险公布的历史派息率来看, 其万能险提供长期、稳定且可预测的回报, 近年基本派息率稳定维持在 4%的水平, 为公司万能险提供较高吸引力。

图表 6：万能险相比传统寿险灵活性

萬用壽險 — 真正為客戶度身訂造的保險計劃 Universal Life Insurance – a tailor-made insurance plan		萬用壽險 Universal Life Insurance	傳統壽險 Traditional Life Insurance
靈活增減保障額 Flexible Coverage	可於原有保單內增加保障額，無須另購新保單，省卻額外保單費用。 Simply adjust the original Policy to increase the sum insured. No need to apply for a new Policy, thus saving additional policy charges.	✓	✗
優惠保費率 Preferential Premium Rates	加保時仍按最初投保時年齡計算保費率。 The premium rate for new coverage will be based on the insured's age when the Policy was first issued instead of current age.	✓	✗
繳款彈性 Premium Flexibility	如保單已累積現金價值，便可暫停繳交保費，而無須支付貸款利息。 Allows you to skip payments if the Policy has accumulated a cash value, without any loan interest.	✓	✗
每月派息複式計算 Monthly interest at a compound rate		✓	✗
靈活提取現金 Flexible cash withdrawal	繼續享有保障，無須減低保障額。 Still enjoy protection without the need to reduce the sum insured.	✓	✗

资料来源：万通保险官网，华源证券研究所

图表 7：公司万能险派息率保持较高水平

基本派息率	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
首选灵活万用寿险计划（所有货币）	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
首选灵活儿童万用寿险计划（所有货币）	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
优裕万用寿险	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%

资料来源：万通保险官网，华源证券研究所

把握监管机遇率先布局，IUL 新品验证综合能力。21 世纪以来，IUL（Indexed Universal Life，指数型万用寿险）凭借风险可控的特性成为美国寿险主流。具体来说，IUL 设保底利率（Floor）与封顶利率（Cap），形成“下有保底、上有限高”的独特结构，在低利率环境及权益市场表现较差的年份吸引力尤为高。据 LIMRA 统计，2024 年 IUL 占美国寿险市场份额达 23%（第二大品类），总保费突破 38 亿美元（yoy+4%）。2025 年 3 月，香港保监局与金管局联合发布通函，正式将指数型万用寿险 IUL 作为一个全新的产品品类纳入监管框架。万通即 2025 年三季度上线了首款 IUL 产品——万通鼎峰指数万用寿险（APEX），体现出公司强劲的产品研发和投资端能力。

图表 8：万通鼎峰指数万用寿险的账户运作示意图



资料来源：香港保险圈微信公众号，华源证券研究所

年金保险产品多元，派息率水平较高。公司的年金产品包括多元终身年金、教育储蓄计划和即期年金等。保单理财收益方面，多元终身年金和多元教育储蓄计划的四种货币保单基本派息率在 2023 和 2024 年均保持在 4% 的高水平，同时保单提供额外利息和特别回报；保单权益方面，万通的年金产品提供丰富的权益选择，其中“万通多元终身年金”为当时（2023 年 4 月推出时）中国香港市场唯一提供 12 款终身派发的年金权益选择的产品；保单功能方面，保单拆分+多元货币选择满足长线理财规划需求。这种“稳定派息+多元产品”的组合策略，共同构筑了万通在储蓄与退休规划市场的坚实壁垒。截至 2024 年，万通的年金保险在中国香港的市占率达到 25%（以保单数量计，不包括 QDAP 退税年金）。

图表 9：公司年金产品派息率保持较高水平

基本派息率		美元	港元	澳门元	人民币	澳元	加元	新加坡元	英镑
万通多元教育储蓄计划	2023	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.75%	3.50%	3.00%
	2024	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.75%	3.50%	3.00%
万通多元终身年金	2023	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.75%	3.50%	3.00%
	2024	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%	3.75%	3.50%	3.00%

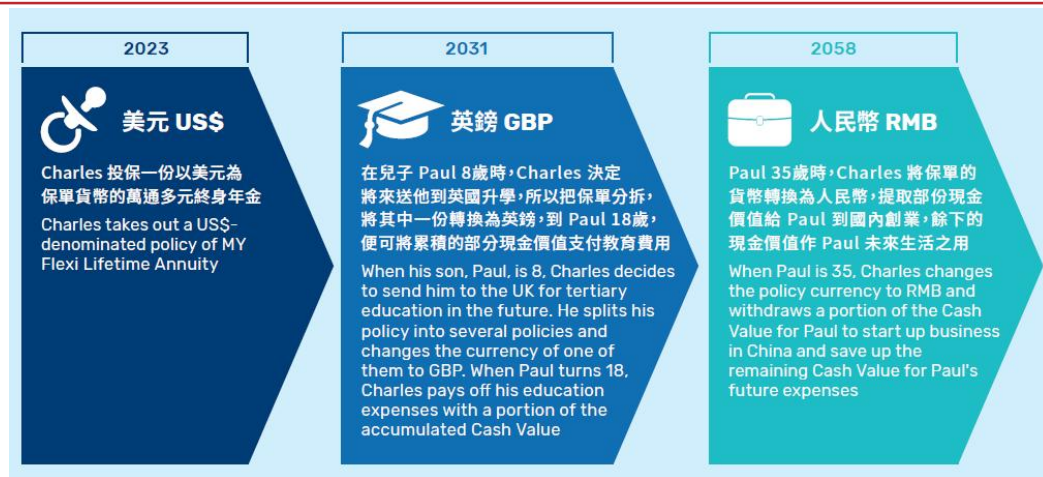
资料来源：万通保险官网，华源证券研究所

图表 10：“多元终身年金”产品提供 12 款终身派发的年金权益选择

1. 定額終身年金
Lifetime fixed-income annuity
2. 定額終身年金 – 現金價值回奉保證
Lifetime fixed-income annuity – guaranteed refund of Cash Value
3. 定額終身年金 – 125%現金價值回奉保證
Lifetime fixed-income annuity – guaranteed refund of 125% Cash Value
4. 遞增終身年金
Lifetime increasing-income annuity
5. 遞增終身年金 – 現金價值回奉保證
Lifetime increasing-income annuity – guaranteed refund of Cash Value
6. 定額終身年金 – 10年保證期
Lifetime fixed-income annuity with 10 years guaranteed payment
7. 定額終身年金 – 15年保證期
Lifetime fixed-income annuity with 15 years guaranteed payment
8. 定額終身年金 – 20年保證期
Lifetime fixed-income annuity with 20 years guaranteed payment
9. 定額終身年金 – 聯合年金領取人¹⁶
Lifetime fixed-income annuity – joint annuitant¹⁶
10. 定額終身年金 – 聯合年金領取人¹⁶及現金價值回奉保證
Lifetime fixed-income annuity – joint annuitant¹⁶ and guaranteed refund of Cash Value
11. 定額終身年金 – 危疾雙倍年金¹⁷及現金價值回奉保證
Lifetime fixed-income annuity – Critical illness double annuity¹⁷ and guaranteed refund of Cash Value
12. 定額終身年金 – 嚴重認知障礙保障¹⁷及現金價值回奉保證
Lifetime fixed-income annuity – Severe Dementia benefit¹⁷ and guaranteed refund of Cash Value

资料来源：万通保险官网，华源证券研究所

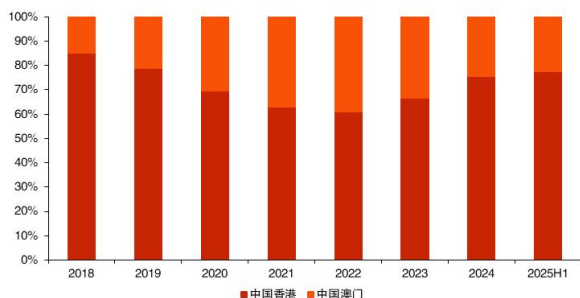
图表 11：保单分拆和货币转化权益可帮助客户实现长线财富规划



资料来源：万通保险官网，华源证券研究所

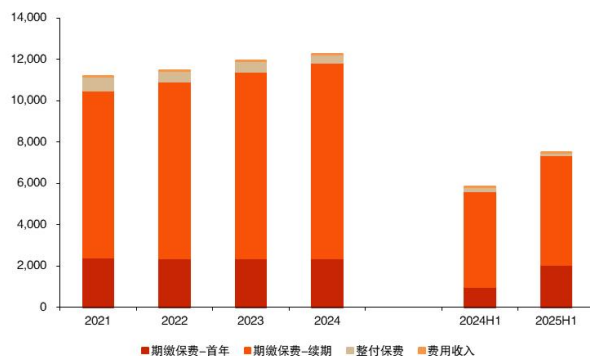
万通保险在中国香港和中国澳门两个地区销售人寿保险。2018 年以来，万通保险在中国香港的保费收入占比在 60%–85%之间浮动，为公司业务的主要大头。期交保费占比高，续期保费作为“压舱石”稳定增长。公司期交保费占比持续提升，2022–2025H1，占比分别为 95%/96%/97%/98%，体现出公司经营长期价值的深厚功力，为后续保费收入的持续增长奠定基础。

图表 12：2018-2025H1 公司分区域保费收入占比变化情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

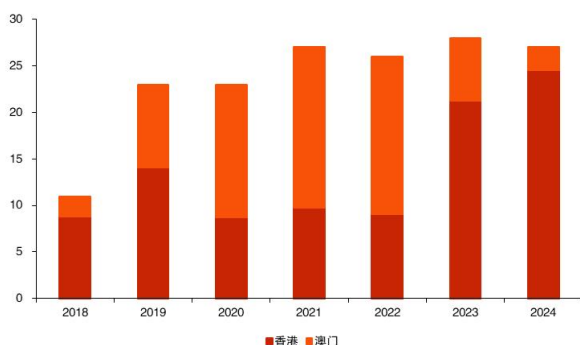
图表 13：2021-2025H1 各产品类型保费收入变化 (百万港元)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

新业务价值复合增速较平稳，价值率受产品组合和监管准则有一定波动。2018-2024 年 NBV CAGR 为 5%，其中年化保费（即 APE）复合增速达到 16%，我们预计主要是由万通在中国澳门地区的业务增长以及产品种类的丰富性（如推出更多的储蓄性年金产品）驱动，新业务价值率波动较大，预计是和产品组合的变化和 24 年 7 月中国香港正式实施的 RBC 偿付能力监管有关。

图表 14：2018-2024 年万通的年化保费数据：亿港元



资料来源：公司业绩说明材料，华源证券研究所

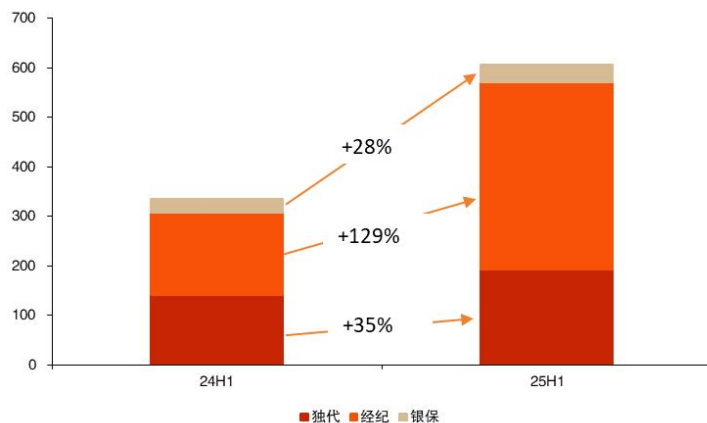
图表 15：2018-2024 年万通的 NBV 价值



资料来源：公司业绩说明材料，华源证券研究所

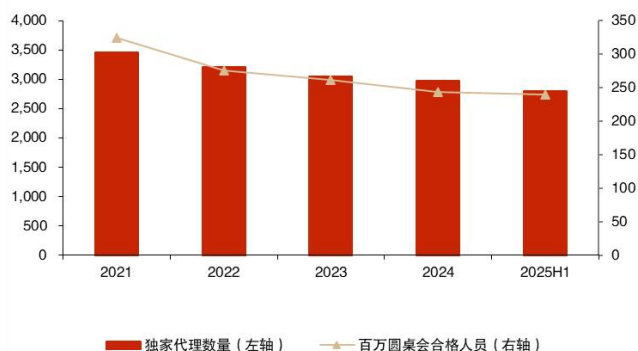
25 年上半年万通保险的新业务表现尤为亮眼，NBV 实现 6.07 亿港元 (yoy+81%)，APE 实现 22.22 亿港元 (yoy+107%)，分渠道看独代/经纪/银保渠道分别实现新业务价值 1.92 亿/3.78 亿/0.37 亿港元，分别同比+35%/129%/28%，占比为 32%/62%/6%，新业务价值的驱动主要是由于年化新保费的快速增长，独代/经纪/银保渠道 APE 分别同比+73%/109%/361%。其中独家代理渠道实现了较好的有机增长，25H1 新招聘人员同比增长 38%，活跃代理人数量增加 10%，高产能的 MDRT 香港排名第 7，经纪业务则是抓住了 25H1 的市场机遇，激活了目标经纪。

图表 16: 25H1 各渠道新业务价值快速增长 (百万港元)



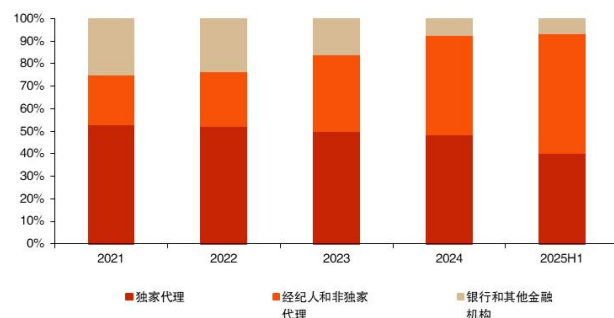
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 17: 公司人力数量基本稳定 (人/个)



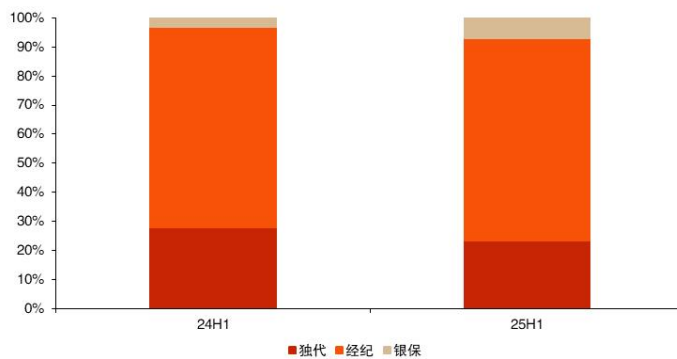
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 18: 各渠道类型保费收入占比情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

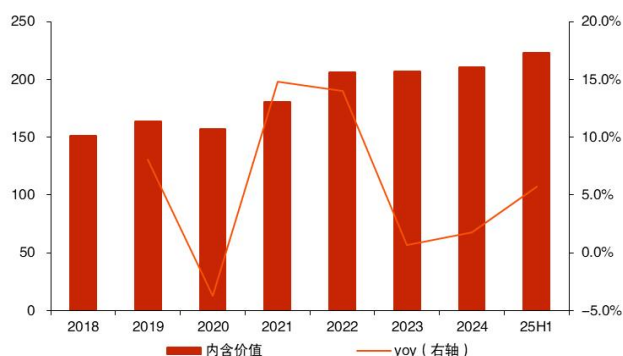
图表 19: 公司年化新保费各渠道占比情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

新业务价值贡献和非经济假设和模型变化共同驱动 EV 和 CSM 稳健增长。首先平稳增长的新业务价值持续贡献 EV 和 CSM 增量，其次 24 年 EV 中“非经济假设和模型变化”的负面影响较 23 年同期大幅减少，CSM 中的经验差异由 2022–2023 年的–3.9 和–6.8 亿港元转为 2024 年的 7.3 亿和 25H1 的 5.0 亿港元，我们预计主要是费用改善所致。由此，在新业务价值和费用管控共同驱动下，公司内含价值 2020–2024 年 CAGR 达到 7.6%，合同服务边际 2022–2024 年 CAGR 达到 6.1%。

图表 20：公司内含价值稳定增长（亿港元，%）



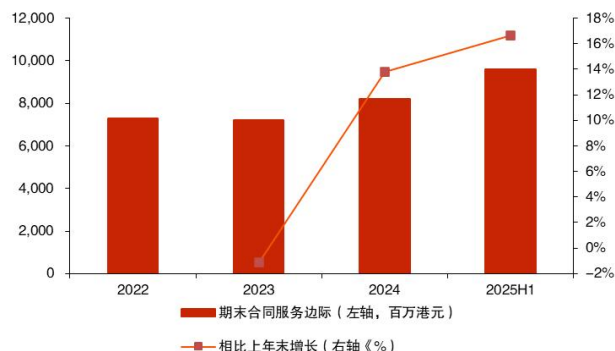
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 21：公司 EV 变动分析（百万港元）

	2021	2022	2023	2024
期初内含价值	15736	18061	20587	20718
香港风险为本资本制度的影响	0	0	0	93
新业务价值	680	758	1009	685
内含价值预期收益	1360	1565	1684	1584
非经济假设和模型变化			-2401	-321
经济假设和投资回报差异	285	203	259	-1151
其他经验差异和汇率影响			-420	-519
期末内含价值	18061	20587	20718	21089

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 22：公司合同服务边际变化情况（百万港元，%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

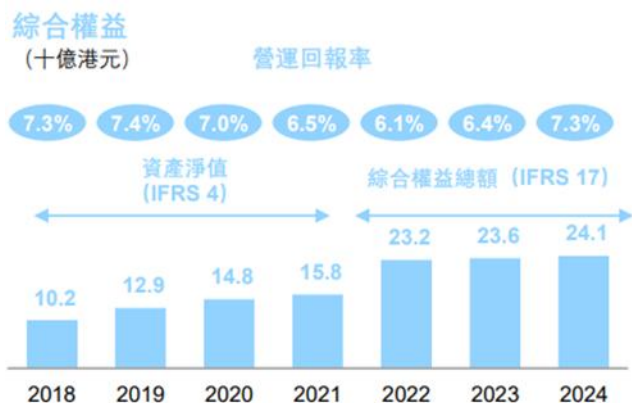
图表 23：2024 年起经验差异正向贡献 CSM（百万港元）

	2022	2023	2024	2025H1
期初合同服务边际	7619	7304	7224	8219
新业务的合同服务边际	1098	1031	732	567
预期释出	91	164	183	91
经济差异	-504	23	48	521
经验差异	-391	-679	727	503
汇率影响	4	3	-49	54
合同服务边际的释放	-613	-622	-646	-370
期末合同服务边际	7304	7224	8219	9585

资料来源：公司公告，华源证券研究所

净营运利润和综合权益稳健增长。净营运利润由“保险服务收入+投资收益（扣除短期波动）+其他”组成，2023 年以来受益于保险负债和投资端双增长，净营运利润于 2024 同比+13%至 11.67 亿港元，25H1 同比+21%至 6.96 亿港元。同时，2022 年以来公司综合权益（资产净值+合同服务边际）持续增长，2024 年达到 241 亿港元，25H1 达 258 亿港元（相比 24 年末增长 7%）。

图表 24：2018–2024 年公司综合权益变动情况（十亿港元，%）



资料来源：公司业绩说明材料，华源证券研究所

图表 25：2023 年来公司净营运利润持续增长（百万港元）

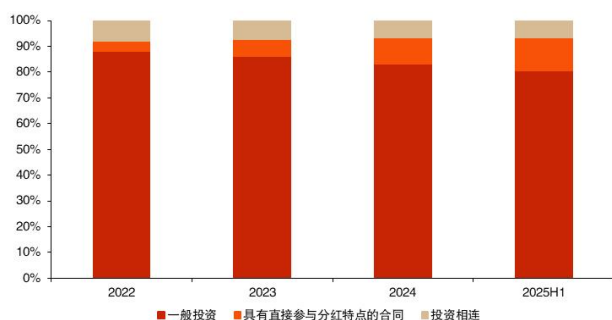
	2023	2024	24H1	25H1
保险服务收入	471	580	266	382
投资收益	839	886	436	485
其他	-274	-299	-129	-171
净营运利润	1036	1167	573	696
净营运利润yoy		12.6%		21.5%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 资产端：构建“1+N”投资结构，实现全球资源布局

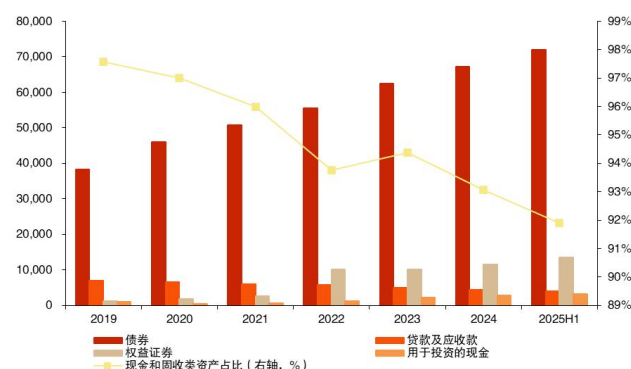
固收和现金资产占比高，分红险合同对应的资产逐年提升。从合同类型对应的投资资产来看，2022–2025H1 公司一般投资的投资资产占比约为 85%左右，从投资的资产类型来看，现金和固收类资产占绝对大头，近五年来占比持续超 90%，这和公司主力销售的万用保险体证一致。由于万用保险通常要为保单持有人提供最低保证利率，因此配置以固收类资产为主。近年来随着公司转向分红等保单销售，投资资产中权益证券占比有所提升，25H1 权益证券资产占比 9%（不考虑投连险合同的权益资产），相比 2018 年的 2%提升 7pct；同时，25H1 具有直接参与分红特点合同对应的投资资产占比 13%，相比 2022 年的 4%增加 9pct。

图表 26：公司各类型合同对应投资资产占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 27：公司投资资产以现金和固收为主（百万港元，%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

资产端践行全球多元化配置，构筑稳健收益护城河。万通背靠美国万通保险，可与其共享优质的全球化资产，截至 2025H1，公司投资资产地域分布全球 15 个以上国家和地区，其中美国于公司投资组合的资产分配中占比达 78.3%。

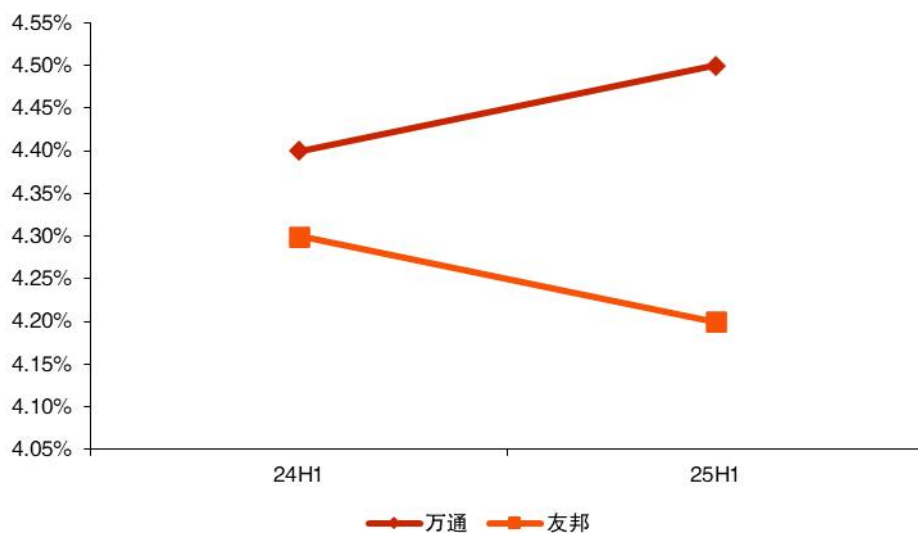
图表 28：公司融合保险+投资，开启投资新范式



资料来源：万通保险微信公众号，华源证券研究所

投资收益稳健，固收投资优势显著。25H1，万通固收投资收益率达 4.5%（同比+0.1pct），与友邦（4.2%）相比领先 30 个 bp，展现出公司稳健优异的固收端投资能力。

图表 29：公司固定收益投资收益率优势显著



资料来源：云锋金融 2025 年中报，友邦 2025 年中报业绩说明材料，华源证券研究所

2.3. 行业空间：需求支撑坚实，香港保险市场前景可期

2023 年起疫后修复，香港个人长期保险新造业务年化新保费实现连续 9 个季度的同比增长。2023Q1-2025Q1，香港长期保险标准新造业务保费收入单季度同比分别为 53.3%/104.7%/131.0%/129.8%/56.7%/4.9%/27.1%/26.1%/25.1%，实现连续 9 个季度增长。

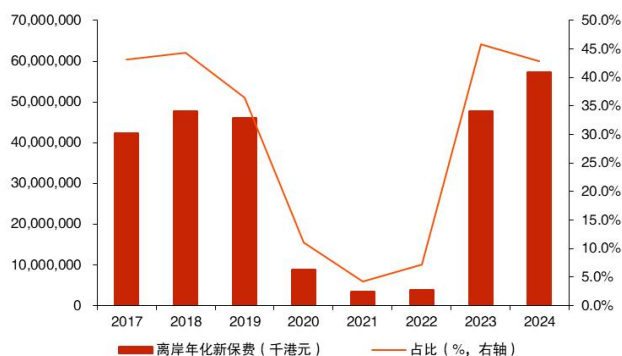
通关后内地访客需求加速释放，新造保单保费已超越 2019 年同期水平。自内地与中国香港全面通关以来，在内地居民旺盛的储蓄需求以及中国香港地区保险产品较强的吸引力影响下，内地访客新造保单保费持续高增。2023 年以来，离岸业务年化新保费收入持续增长，2024 年全年实现 573 亿港元，已超出 17-19 年水平，占全中国香港个人业务年化新保费收入的 42.9%。

“限高令”重塑市场预期，“末班车”行情推高短期保费。香港保监局于2025年2月正式出台《分红保单利益演示利率上限指引》，规定自同年7月1日起，港元及非港元分红保单的演示利率上限分别设定为6.0%与6.5%，“限高令”改变了香港分红险以往“长期复利接近7%”的核心卖点，虽并未直接影响保证收益与实际分红水平，但其落地后，新产品在营销展示上的直观吸引力预计将有所减弱。我们预计，今年一、二季度在政策正式实施前的过渡阶段，市场会出现“末班车效应”，原有高演示利率产品推动投保需求集中释放，使得2025Q1香港长期保险年化新保费同比大幅增长25.1%。

从单一保障到综合财富管理，香港保险产品创新驱动持续增长。作为亚洲保险密度最高的区域，中国香港保险通过提供确定性、灵活性与结构化功能，将保单从单纯的保障工具升级为强大的财富管理载体，实现了多币种、保单拆分、无限转让、红利锁定、快返等多个功能创新。具体来看，“保单拆分”和“无限次转让”实现了财富在代际间的无缝传承，极大提升了保单的长期持有价值；“红利锁定”和“快返”机制，分别解决了客户对“落袋为安”和“流动性”的需求，通过赋予客户在收益和现金流上的主动控制权，增强了产品在市场波动环境下的吸引力；“多币种转换”精准解决了高净值客户资产配置中的痛点——单一货币风险，使保单成为跨境财富规划的基石。这些功能的叠加，共同构建了香港保险作为“定制化、可传承、高流动性的资本内核”的独特市场地位。

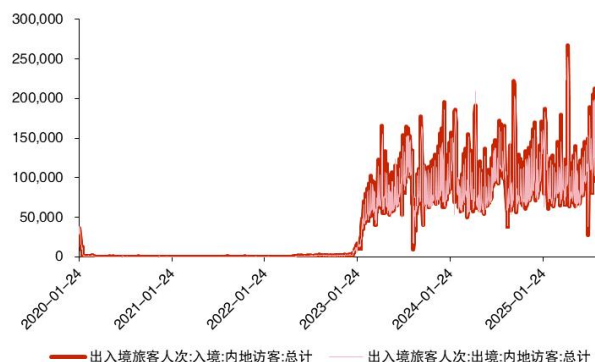
展望未来，我们认为支撑香港保险市场的逻辑依然坚实：一方面，在内地居民储蓄需求旺盛、内地保险产品定价利率与存款利率下行的背景下，香港分红储蓄险对内地访客的吸引力依然较强，保费高增长态势具备较高确定性。另一方面，本地市场潜力犹存，随着对香港本地居民及新来港人士需求的深度挖掘，预计其将成为保费增长愈发强劲的次级驱动力，推动市场结构更趋均衡。

图表 30：离岸业务年化新保费收入和占比变化情况



资料来源：香港保险业监管局，华源证券研究所

图表 31：2020 年以来内地访客在中国香港出入境旅客人次变化情况 (人次)



资料来源：IFIND，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测

受益于代理人规模提升，2025 年 H1 公司年化新保费同比增加 107%。考虑香港保险市场需求较为坚实，万通保险在香港市场地位稳定，我们假设未来三年公司新业务伴随市场稳中有升，假设公司 2025–2027 年化新保费增速为 75%/20%/15%。考虑公司保险业务较为稳定，我们假设公司 2025–2027 年 NBV Margin 分别为 23%/25%/25%。

综上，预计 2025–2027 年 NBV 增速分别为 61%/30%/15%，EV 增速分别为 10.7%/10.0%/10.4%。

图表 32：公司保险业务 EV 预测

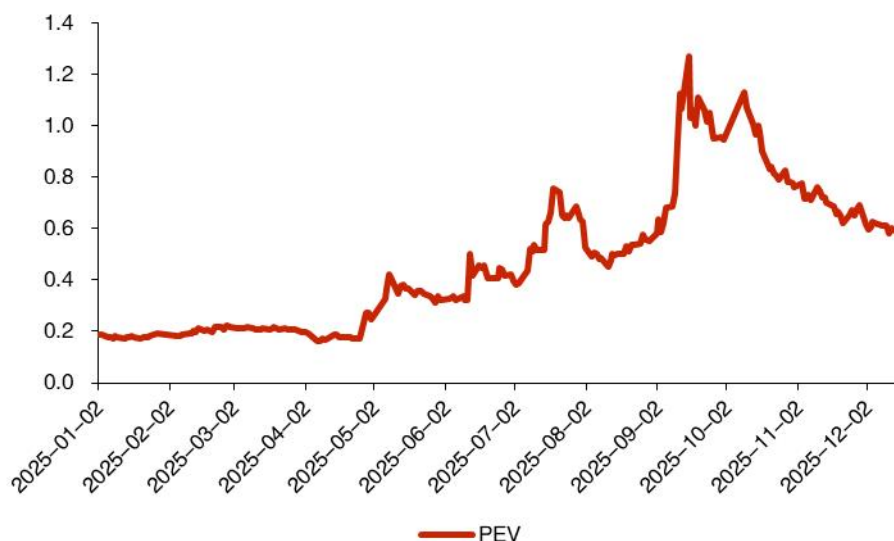
单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
期初内含价值	20587	20718	21089	23350	25674
香港风险为本资本制度的影响	0	93	0	0	0
新业务价值	1009	685	1101	1436	1652
内含价值预期收益	1684	1584	1582	1728	1874
非经济假设和模型变化	-2401	-321	-316	-327	-334
经济假设和投资回报差异	259	-1151	422	0	0
其他经验差异和汇率影响	-420	-519	-527	-514	-513
期末内含价值	20718	21089	23350	25674	28353
YOY	0.6%	1.8%	10.7%	10.0%	10.4%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 估值与评级

我们预计公司 2025–2027 年 NBV 增速分别为 61%/30%/15%，EV 增速为 10.7%/10.0%/10.4%，对应 PEV 为 0.6/0.5/0.5 倍。公司寿险主业经营稳定业绩处于上升通道，25H1 业绩与新业务价值双高增，资产端高质量配置全球资产、固收投资能力优势显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 33：2025 年以来云锋 PEV 平均在 0.5X



资料来源：wind，华源证券研究所

备注：市值数据截至 2025 年 12 月 16 日

4. 风险提示

保险销售不及预期：保险产品预定利率下调，降低储蓄险竞争力，可能会影响销售业绩。

资本市场波动风险：市场震荡下，权益资产投资收益兑现难度加大，或将直接拖累利润表现。

宏观经济风险：若经济增速不达预期，居民可支配收入预期降低，可能会影响保险产品购买和配置。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万港元）					利润表（百万港元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
物业及设备	609	584	641	700	保险收入	2799	3523	3861	4218
法定存款	6	5	6	6	保险服务费用	-2108	-2317	-2539	-2774
递延税项资产	96	125	138	151	再保险合同产生的费用净额	-59	-65	-71	-78
可退回税项	0	0	0	0	保险服务业绩	632	1141	1251	1367
于联营公司的投资	119	34	38	41	投资管理服务的收入	44	53	106	317
商誉及其他无形资产	1920	1921	2109	2305	其他收入	92	49	119	130
其他合同资产	135	146	160	175	采用实际利率法计算的利息收入	3089	3037	3085	3312
投资	78626	90464	97940	105635	其他投资收入 / (亏损)	854	1330	1596	1916
再保险合同资产	6791	7715	8468	9255	金融资产减值亏损净额	-130	-150	-162	-175
其他应收款项及应计收入	230	282	309	338	投资回报	3813	4218	4520	5053
其他应收款项、按金及预付款项	1616	1940	2130	2328	保险合同产生的财务费用净额	-3098	-3474	-3913	-4303
银行余额 - 信托及独立账户	293	350	384	419	再保险合同产生的财务收入净额	247	277	312	343
原定期限多于三个月的银行定期存款	1230	1413	1550	1695	投资合同负债变动	-212	-238	-268	-294
现金及现金等价物	4373	4126	5886	7847	与合并基金的第三方权益相关的变动	7	8	9	10
资产总计	96042	109105	119758	130896	财务业绩净额	758	791	660	809
保险合同负债	69618	80351	88386	97225	其他融资成本	-228	-191	-191	-191
投资合同负债	4751	4759	5235	5759	应按权益法核算的被投资单位亏损(税后净额) + 减值亏损	-2	-99	-1	-1
其他应付账款	503	584	584	584	其他经营费用	-390	-252	-277	-302
其他应付款项和应计开支	1224	2448	3182	3182	除税前(亏损)/ 盈利	905	1491	1667	2128
应付税项	33	99	139	166	所得税支出	-127	-206	-232	-295
以公允价值计量且其变动计入损益的金融负债	719	575	575	575	除税后(亏损)/ 盈利	778	1285	1435	1833
租赁负债	174	157	157	157	本公司权益股东	471	817	912	1166
递延税项负债	300	240	240	240	非控股权益	307	468	523	668
银行借款	1385	1385	1385	1385	本公司权益股东应占每股(亏损)/ 盈利(港元)：				
股东贷款	1641	1641	1641	1641	基本	0.12	0.20	0.22	0.29
负债总计	80347	92239	101524	110914	摊薄	0.12	0.20	0.22	0.29
股本	11873	11873	11873	11873					
储备	-1442	-625	288	1453					
资本和储备小计	10431	11248	12160	13326					
非控股权益	5263	5618	6073	6656					
权益总额	15694	16865	18234	19982					

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

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

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。