仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

无法复制的巴菲特系列三部曲之二：保险帝国的崛起

华泰研究

2026 年 9 月 04 日 | 中国内地　　专题研究

伯克希尔保险板块 2025 年总资产接近 5900 亿美元，作为一个整体是全世界最大的财产保险公司。旗下拥有 14 个保险品牌，涵盖财产险、责任险和再保险，几乎不涉及寿险，其中著名者包括美国第三大车险公司 GEICO 和著名再保险品牌 General Re 等。板块整体承保表现优秀，近 20 年的平均 COR 为 92.2%，在大型财产保险公司中处于较好水平。保险业务是重要利润来源，过去二十年贡献了集团三分之一强的营运利润。我们对伯克希尔保险板块形成了一些独特认识，我们认为保险板块在集团内承担现金牛和股票投资平台的职能，保险投资呈现“高权益、高现金”的非典型配置特征。巴菲特统筹管理保险投资，在业务端极度放权，各保险子公司独立，享有高度经营自主权，集团极少干预。我们认为伯克希尔保险板块更像是一个保险公司投资组合，在过去 60 年中不停扩张。本篇是巴菲特系列报告的第二篇。

去中心化的保险组合

在长达半个多世纪的收购中，伯克希尔逐渐拥有了横跨财产险、责任险和再保险的 14 个保险品牌。这些品牌相互独立经营，伯克希尔集团极少干预，巴菲特实际管理了一个庞大的保险公司组合。保险板块占集团总资产接近一半，在上个世纪最高曾接近九成。巴菲特几乎整个投资生涯都与保险密不可分，他在学生时代就投资过导师格雷厄姆任董事长的车险公司 GEICO 并获利颇丰，40 多年后他将该公司收入囊中并发展成美国第三大车险公司。但巴菲特不是保险经营管理大师，他对于保险业最大的兴趣是获取经营带来的现金流，他以“浮存金（float）”称呼保险准备金举世闻名。巴菲特并未忽视负债质量，过去 20 年伯克希尔保险板块整体 COR 平均只有 92.2%，表现优秀。他只是对具体经营不感兴趣也不擅长，因此交给专业人士打理，自己则专注做好保险投资。

非典型保险投资

保险板块是伯克希尔的股票投资平台，保险投资呈现较为极致的“哑铃型”配置，高度集中在股票和现金（包含国库券）上，而忽略掉中间的债券投资。过去 20 年股票/现金平均占比 59%/23%，2025 年现金占比进一步上升至 40%。巴菲特如此安排，可能是基于雄厚的资本实力以及随时抓住价值投资机会的考虑。股票投资上，巴菲特看重企业资本回报能力，通过长期投资让复利发挥威力。也因为对企业价值有信心，巴菲特持股高度集中，前五大股票持仓长年占比达到 60-80%，在保险投资中极为罕见。虽然伯克希尔保险资产配置有些另类，但我们认为巴菲特的价值投资、长期投资理念值得所有保险公司认真学习和借鉴。在各类投资资金中，保险资金可能有着最长的时间维度，最适合开展长期价值投资。但现实中很多保险公司没能充分发挥长期资金的优势，反而和其他净值型金融产品一道比拼短期投资收益，可以说“以己之短、博人之长”，这或许和公司治理结构以及行业生态有关系。

为什么财产险受青睐？

财产保险对巴菲特提供了两种价值：一是经营过程中的准备金负债（浮存金）可以用来投资，巴菲特将其和递延所得税负债均视作长期稳定的优质杠杆资金来源；二是保险业务自身可以产生经营性利润（承保利润），相当于融资成本为负，进一步增添了吸引力。巴菲特终生对保险业都非常感兴趣，不断收购新公司，持续扩大保险版图。但巴菲特的兴趣仅限于财产险行业，对于寿险则敬而远之。他认为寿险业的负债是有成本的，不像财产险负债本身还能贡献收益，因此不是好的杠杆资金来源。寿险的长期属性使得资产负债匹配难度大，长期不确定风险极高，不像财产险期限短、资产负债管理难度低，再大的风险在短期内也能出清完毕。

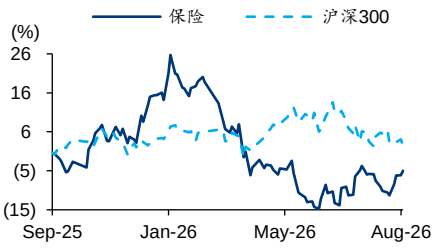
风险提示：保费增速放缓，承保表现明显恶化，投资收益大幅波动。

保险　　增持（维持）

李健，PhD　　研究员
SAC No. S0570521010001　　lijian@htsc.com
SFC No. AWF297　　+(852) 3658 6112

于明汇*　　研究员
SAC No. S0570526080001　　yuminghui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

核心观点 3

我们观点的独到之处 3

伯克希尔保险帝国 4

保险占半壁江山 4

横跨财产保险和再保险 6

NICO 的关键角色 8

保险帝国的建立 9

去中心化的保险组合 10

全球最大财产保险集团之一 10

品牌高度分散 13

GEICO：美国第三大车险公司 15

再保险规模领先 16

非典型保险投资 18

权益投资占比高且集中 18

债券投资占比低 22

长期投资收益出色 22

监管的边界 24

为什么财产险受青睐？ 26

“浮存金”杠杆效应 26

承保利润=负成本 27

为什么不看好寿险？ 28

保险板块的现金贡献 29

启示与借鉴 31

风险提示 31

仅供内部参考，请勿外传

核心观点

伯克希尔构建了一个规模庞大、但高度去中心化的保险版图。2025 年保险板块总资产接近 5900 亿美元，旗下拥有 14 个保险品牌，业务覆盖财产险、责任险和再保险，GEICO、General Re 等均在各自细分领域具有较强竞争力。与传统金融集团强调协同和集中管理不同，伯克希尔更多以资本纽带连接各保险子公司，经营层面充分授权专业管理人。与此同时，公司并未以获取浮存金为由牺牲承保质量，过去 20 年伯克希尔保险板块平均 COR 约 92.2%，保险业务也持续成为集团重要的利润与现金来源。我们认为，伯克希尔保险板块的本质更接近一个持续扩张的“保险公司投资组合”，而非传统意义上的统一保险集团。

保险板块同时担当伯克希尔的股票投资平台。巴菲特从集团层面统一对保险投资统一部署，基于雄厚的资本和长期价值投资理念塑造了“高权益、高现金”的保险资产配置，过去 20 年股票和现金平均占比分别约 59%和 23%，2025 年现金占比进一步升至 40%，在全世界保险公司中极为罕见。在股票投资上，公司强调企业长期资本回报能力，并通过集中持有优质公司获取长期复利，前五大重仓股长期占股票组合的 60%-80%。这种资产配置并不适合被简单复制，其背后依赖的是极为充足的资本、较低的保险杠杆以及巴菲特对于长期价值的判断能力；但其充分利用保险资金长期属性、减少短期业绩博弈的投资理念，仍然具有较强的借鉴意义。

财产险之所以成为伯克希尔商业模式的重要支点，核心在于其同时提供了“资金”和“利润”。一方面，保险经营形成的准备金即巴菲特所称的“浮存金”，在业务持续经营的情况下可以成为长期稳定的投资资金来源；另一方面，如果承保本身能够持续盈利，相当于获取资金的成本为负，进一步放大保险业务对于集团资本积累的价值。这也解释了巴菲特为何长期偏爱财产险而对寿险较为谨慎：寿险负债期限更长、保证成本和资产负债匹配要求更高，而财产险风险期限相对较短，更适合作为伯克希尔投资体系中的资金来源。保险由此不仅贡献经营利润，更成为伯克希尔长期资本循环和投资扩张的重要基础。

我们观点的独到之处

市场把伯克希尔保险板块理解为一个庞大的保险集团，但我们认为它更像是一个“保险公司组合+股票投资平台”的复合体，在产品和客户侧分散经营，在投资端集中管理。GEICO、General Re 等保险品牌在经营层面高度独立，集团几乎不追求传统金融集团所强调的产品、渠道和客户协同；但在资本层面，NICO 又通过持股、内部再保险等方式归集大量资金，并成为集团最重要的投资平台之一，保险板块 58%的股票投资由 NICO 管理。专业经理人负责把保险业务经营好、持续创造承保利润和现金流，巴菲特则把这些资金重新配置到股票、企业收购以及其他高回报资产中。保险子公司并不需要彼此形成业务协同，它们真正的“协同”发生在资本端。

伯克希尔保险板块“高资本金、低杠杆、高股票投资、高现金储备”的结构在全世界保险行业中是独一无二的存在。市场普遍认为巴菲特借助保险公司加杠杆投资股票，这个理解实际上有偏差。巴菲特对保险杠杆的使用非常克制，不仅保险板块的净资产大于准备金负债，投资端持有的现金（含等价物）也超过准备金。对于伯克希尔高权益、低债券的资产配置，市场往往更多归因于巴菲特卓越的投资能力，我们则认为其背后更重要的前提是异常雄厚的资本实力和较低的保险杠杆。2025 年伯克希尔保险板块总资产/净资产仅约 1.8 倍，净资产甚至明显高于保险准备金，这使其能够承受股票价格波动，而无需像多数保险公司一样依赖大量债券进行资产负债匹配。由此看，伯克希尔真正值得借鉴的并不是简单提高权益配置比例，而是通过良好的承保质量和充足资本，为长期价值投资创造条件。

仅供内部参考，请勿外传

伯克希尔保险帝国

伯克希尔与保险的关系非常紧密。2025 年保险板块总资产接近 5900 亿美元，占集团总资产接近一半（这里的集团包括保险、非保险以及母公司等伯克希尔旗下全部）。保险板块拥有 14 个品牌，横跨财产保险、健康保险和再保险，极少涉及寿险。1967 年收购的 NICO 在保险板块中充当持股和资金归集平台，是单体最大的保险子公司。但我们认为伯克希尔不是一家保险公司，巴菲特也不是一位保险行业经营管理大师，伯克希尔保险板块是一组以保险公司为目标的投资组合。

- 巴菲特不是保险经营大师。与美国国际集团（AIG）创始人格林伯格身上具有的深刻保险烙印相比，巴菲特显然不是以经营保险业务闻名于世。巴菲特最为世人熟知的关于保险业的言论恐怕就是浮存金了，浮存金实际就是保险准备金，这笔资金暂存在保险公司资产负债表上，既是对保险客户的负债，也是保险公司可以运用的资产。值得注意的是保险业内都称之为“准备金”，只有巴菲特称之为“浮存金”，这恰恰体现了完全不同的视角。准备金从负债视角出发，强调这笔钱未来需要赔付给客户，资产端的运用只是为了维持充足的赔付能力；浮存金（float）则是从资产视角出发，强调这笔钱可以一直占用。浮存金不是股东投入的，因此有不确定性，但只要业务源源不断，这笔负债资金又像水流一样永续存在，可以永远占用，负债是资金来源。这清楚的表明，巴菲特看重保险是因为可以从中获得投资资金。当然，我们不能因此就简单地认为巴菲特不重视负债端，单纯就是想“挪用”保险资金。实际上巴菲特高度重视负债质量，只是对具体经营不感兴趣也不擅长，因此交给专业人士打理而已，他自己则专注于用好保险资金。

- 伯克希尔不是保险公司。伯克希尔旗下拥有十多个保险品牌，横跨财产险、责任险和再保险。但这些品牌在各自的领域里独立作战，甚至偶有竞争，巴菲特从未试图打造“伯克希尔”保险品牌。如果其他金融保险集团旗下拥有如此多的业务条线，在集团内统一协调资源形成合力就是必然，但伯克希尔却不这么做，似乎与旗下这些保险子公司只存在股权上的连接，经营层面任由其自我发展。此外，伯克希尔还拥有庞大的非保险实业板块，因此伯克希尔更恰当的定位是持有大量保险和非保险股权的控股公司，而不是一家保险公司。

- 保险业务对巴菲特而言是投资。我们认为巴菲特是以项目投资的视角来看待保险业务，不同的保险品牌是不同的投资项目。之所以看好这些保险品牌，是因为这些保险公司经营良好，在各自的细分领域内有出色的竞争能力，能赚取不错的承保利润，这是巴菲特投资的一个先决条件。巴菲特不会允许保险业务经营层面出现问题，单纯靠投资收益来弥补。此外，巴菲特看重保险准备金/浮存金带来的现金流。实业板块只有赚到了利润才有自由现金流，才有下一轮投资；保险在业务过程中就能带来现金流（或者说浮存金/准备金），这些现金流就可以用来投资，投资是保险业务天然的组成部分。对于永远渴求现金、永远追寻投资机会的巴菲特而言，保险业务是再合适不过的现金流来源了。作为项目投资，巴菲特看重的是每个保险子公司经营良好，能够贡献稳定现金流，他没有兴趣做经营层面的整合。

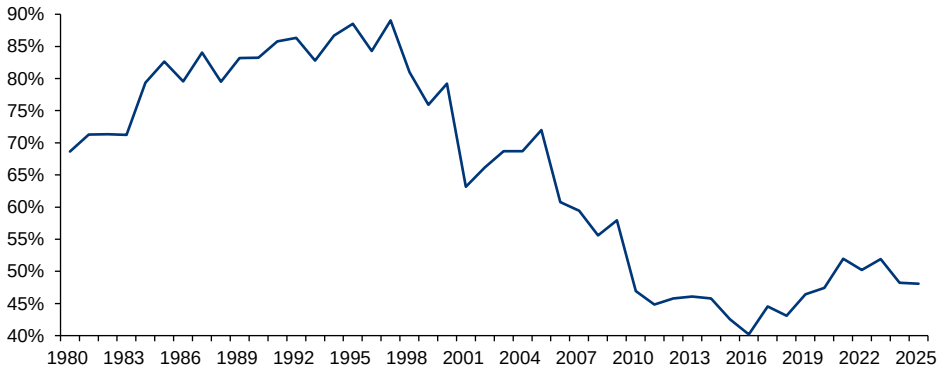
保险占半壁江山

巴菲特在早期收购了 NICO（国民赔偿公司）之后，保险业务在很长一段时间都占据了伯克希尔的绝对重心。数据最早可以追溯到 1980 年，当年保险业务的总资产占集团总资产的 69%，并在随后的二十年中不断上升，直至 1998 年 97%的高点。这一时期保险业务的总资产从不到 7 亿美元增长到超过 800 亿美元，增长了 100 多倍。把这一时期的伯克希尔称为保险控股公司也不为过。

仅供内部参考，请勿外传

以 1990 年代为分水岭，伯克希尔的投资版图发生了较大变化。在这十年间，伯克希尔的总资产快速扩张，分别跨越了百亿美元（1990 年）和千亿美元（1998 年）两个数量级，是数量级跨越最快的阶段，下一次跨越万亿美元级别则是在二十多年以后的 2023 年了。资产规模在千亿美元之前的时候，伯克希尔以“保险平台+股票投资”为主，实业投资占比较低。但总资产跨越了千亿美元之后，股票市场已经无法提供足够多的大规模长期投资标的，巴菲特开始把视线转向实业投资，展开了一系列大规模的并购投资，伯克希尔版图中“保险平台+股票投资”的占比不断下降，实业投资占比不断上升。到 2025 年，保险板块在集团的总资产/利润贡献占比 58%/44%，即便如此仍然占据伯克希尔的半壁江山。需要指出的是，保险业务的占比虽然下降，但自身规模仍在快速增长。保险总资产从 2000 年的 1000 多亿美元增长到 2025 年的近 5900 亿美元。

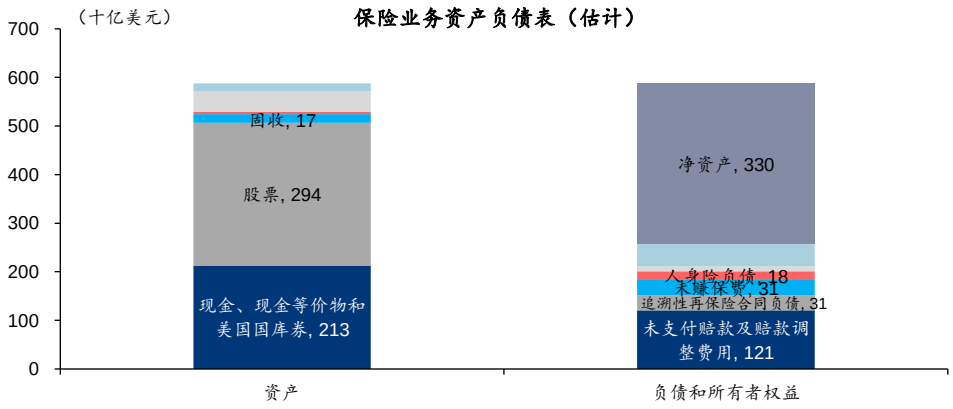
图表1：伯克希尔保险板块总资产占集团比例



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

2025 年伯克希尔保险板块总资产规模达到近 5900 亿美元，如果看作一个整体，将是世界上最大的财产保险公司。与其他财产险公司不同，伯克希尔保险板块的杠杆率较低，2025 年总资产/净资产只有 1.8，净资产是保险准备金的近 1.6 倍，这在全世界都非常罕见。投资端也很极致，股票和股权投资占据了 56%，现金和现金等价物（含短期国债）占比 40%，长期债券投资几乎为零，这在全世界的财产保险公司中独树一帜。正因为较低的杠杆率，极其雄厚的资本金，巴菲特才敢于在资产端大比例投资股票而放弃债券，极高的现金比例则是为了等待不期而遇的投资机会。

图表2：伯克希尔保险板块资产负债表（2025）



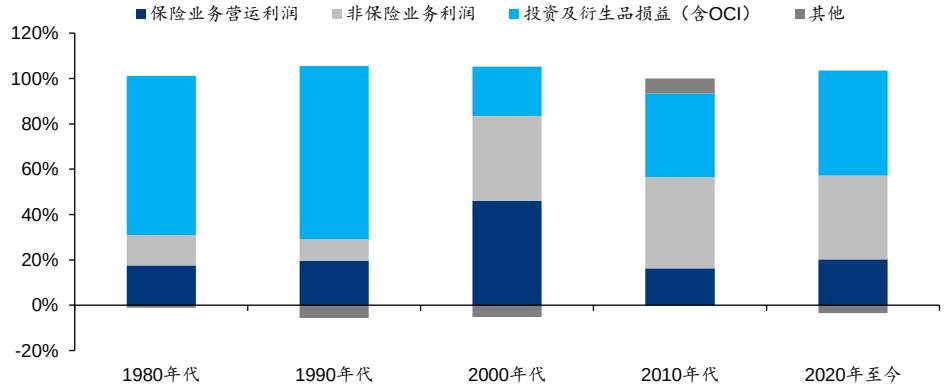
注：公司将保险业务和部分非保险业务统称为“保险及其他”，并未单独公布保险业务资产负债表，上图存在估计成分
资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

关于保险板块的盈利贡献分析稍显复杂。按照传统的做法，应该把保险业务的承保利润和投资收益均算作保险板块的利润贡献。但对于伯克希尔这样的架构，保险子公司的首要职责是贡献承保利润，保险投资由巴菲特统一决策，和其他投资融为一体，把投资收益算作保险利润似乎又不完全合适。我们这里把伯克希尔的综合收益总额（利润+其他综合收益）拆分成三部分：1）保险板块的营运利润，包括承保利润和投资端利息股息贡献；2）投资及衍生品收益，包括股票和衍生品的资本利得（含计入 OCI 的部分）。由于绝大部分股票由保险板块持有，这也基本代表了保险板块的资本利得收益；3）非保险实业投资的利润。

从利源结构看，1980 年代和 1990 年代主要以投资为主，投资贡献七到八成的综合收益总额。2000 年以来，非保险业务的利润贡献明显增加，与集团加大非保险业务投资有关，投资收益的占比较上世纪明显压缩。

图表3：伯克希尔综合收益总额结构（十年平均）



注：平均方式为加权平均

资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

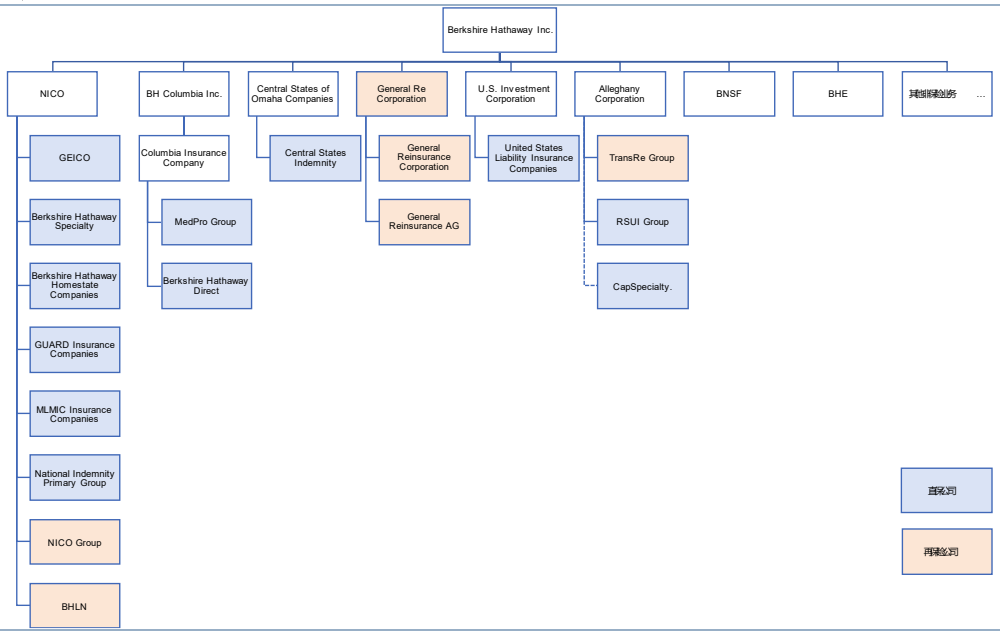
横跨财产保险和再保险

伯克希尔在保险业务上的布局横跨财产险直保、责任险和再保险，较少涉及寿险。伯克希尔依据业务性质（而非股权关系）在财报中将保险板块分成三部分：1）直保板块中的 GEICO 是美国最大的车险公司之一，规模大、品牌知名，因此被单独列示。GEICO 在股权关系上实际由另一家叫做 NICO 的保险公司持有；2）其他的直保业务被归纳成伯克希尔直保板块（Primary Group），注意这里并没有真正的直保集团法人实体，只是在报告中将这些直保公司合并列示而已。这里面包含了约 10 家涉及各类财产险业务、大小不一的保险品牌。其中涵盖了 NICO，实际上 NICO 在股权上持有了多家保险公司；3）再保险板块（Reinsurance Group），涵盖了从事再保险业务的几家公司，比如著名的通用再保险公司（General Re）。

上述这些公司在伯克希尔集团内部的股权关系并不是平等的，比如非常重要的 GEICO 实际由 NICO 控股，这种一家大型保险公司控股另一家大型保险公司的情况在全世界都不常见，这是巴菲特充分利用保险资金的一种做法。从股权关系的视角看，伯克希尔集团直接控股超六家保险持股平台公司，上述公司分别归入这些平台。显然，股权关系并不代表管理关系，在管理上伯克希尔内部以业务和品牌为导向，股权关系仅仅代表集团内部的出资关系。

仅供内部参考，请勿外传

图表4：伯克希尔内部股权架构图

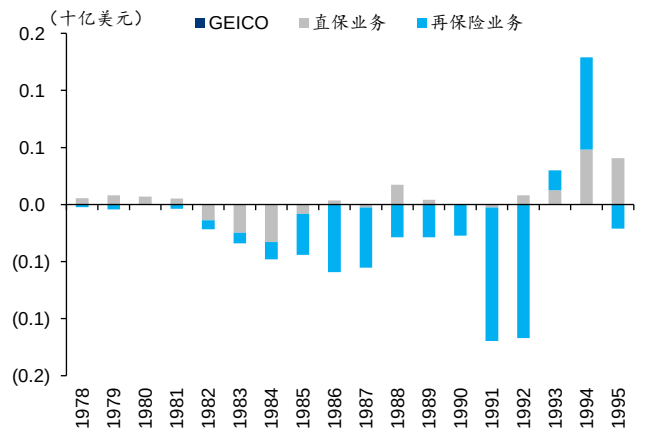


注：National Indemnity Primary Group 由一群公司构成，其中公司不一定全是 NICO 直接子公司，这里仅作示意；NICO Group 代表 NICO and affiliates 相关的再保险公司；虚线代表非直接持股

资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

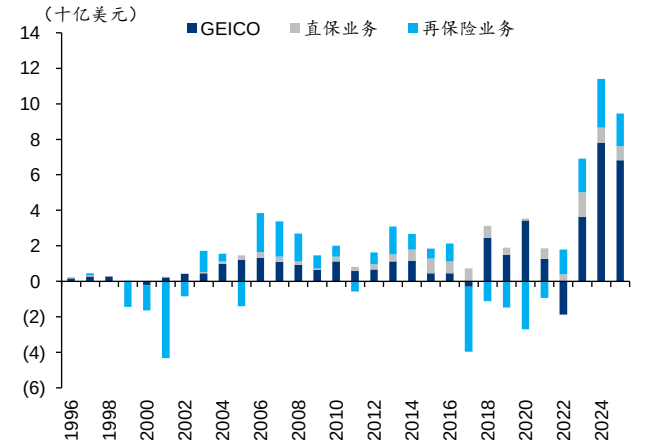
这些保险公司当中，GEICO 毫无疑问是规模最大的一家，总资产规模过千亿，估计占据了保险板块总资产的五分之一以上，1996 年正式并入伯克希尔集团。其他规模较大的公司包括 NICO，通用再保险和跨大西洋再保险等。从承保表现上看，GEICO 在较长的历史中保持了不错的承保利润，1996 年以来，只有 3 年出现承保损失，其余年份均承保盈利，尤其过去几年的承保利润远高于历史平均水平；直保板块作为整体承保利润弱于 GEICO，但胜在本世纪始终能够盈利；再保险板块则有显著波动，历史上多次出现整体承保亏损，尤其在 1999-2002 和 2017-2021 年连续出现承保亏损。1996-2025 年，GEICO 累积贡献了 76%承保利润、直保板块贡献了 21%承保利润，再保险板块则贡献了 3%承保利润。

图表5：伯克希尔保险业务承保利润拆分（1978-1995）



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

图表6：伯克希尔保险业务承保利润拆分（1996-2005）



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

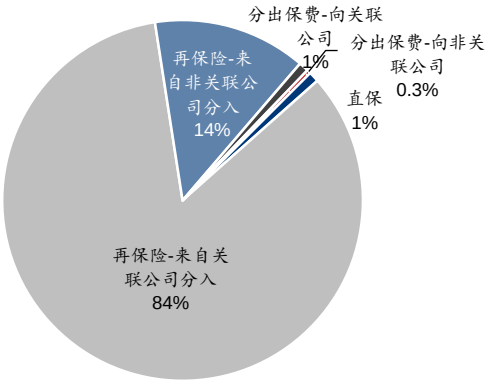
NICO 的关键角色

在众多的保险子公司当中，NICO 需要重点关注。这家公司既是伯克希尔旗下重要的持股平台，也是保险资金归集平台。1967 年，在巴菲特开展自己的资产管理业务 11 年之后，他全资收购了 NICO，成为进军保险业的起点。NICO 由 Arthur 和 Jack Ringwalt 兄弟于 1940 年在奥马哈创立，最初是一家专门承保出租车责任险的特色保险公司。1967 年 3 月 9 日，伯克希尔以 858 万美元收购 NICO 及其姊妹公司 National Fire & Marine，当时两家公司合计有约 1700 万美元浮存金。这笔交易使伯克希尔正式进入保险业，并为此后利用低成本浮存金进行投资和收购奠定了基础。伯克希尔通过 NICO 不断收购保险公司，发展至今天，NICO 已经成长为总资产规模高达 4024 亿美元的庞大保险集团（指单体法定报表口径的净认可资产）。

巴菲特与保险的渊源实际上要早于 NICO，他早在 1951 年就投资过 GEICO。当时还是学生的巴菲特在哥伦比亚大学师从“价值投资之父”本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）攻读研究生，偶然发现格雷厄姆竟然是一家名为 GEICO 的汽车保险公司的董事长。经过实地探访之后，巴菲特投入 1 万多美元购买了 350 股 GEICO 股票，占其当时总资产的三分之二以上。第二年巴菲特以 48% 的回报卖出了这些股票。但巴菲特在之后多次表示过后悔出售 GEICO 股票，因为这些股票如果不卖掉，在随后的 20 年中会升值到 130 万美元，年化回报可以达到 25%（1995 年致股东信）。这笔初出茅庐的成功投资以及错失高额收益的遗憾，是否在内心深处让巴菲特对财产保险业务情有独钟并影响了他一生在保险业的布局，可能无人知晓。1976 年，巴菲特通过 NICO 重新大笔投资 GEICO，并在 1996 年完成全资收购。历时 45 年，巴菲特重新寻回了他错失的“宝藏”。

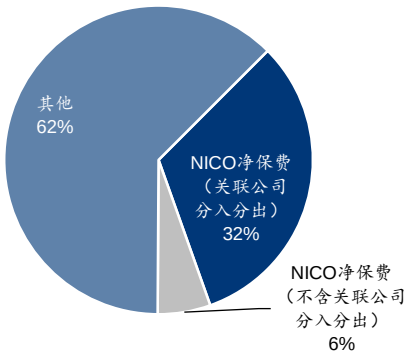
NICO 还是伯克希尔内部的保险资金和保险风险归集平台。除了在股权上 NICO 充当了集团内多家保险公司的持股人，在业务上 NICO 则承接了大量集团内再保险分保业务。2025 年，NICO 84%的保费来自于集团内保险公司的再保险业务。再保险是保险公司的保险，直保公司将保费和风险的一定比例转移给再保险公司，只留下自己愿意承担那部分风险，这是保险公司风险管理的重要方式。伯克希尔旗下保险公司将大量业务分保给 NICO。例如，2014 年起，GEICO 将 50%的业务以比例再保险（quota share）的方式分保给 NICO。集团内其他保险子公司也有类似安排，包括 GUARD（50%）、MedPro（75%）、BHSI（美国 50%）、BH Direct（90%）、MLMIC（63.75%）、USLI Group（50%）、CapSpecialty（50%）、General Re（40%）等。通过这种方式，大量的保险资金和相应风险都被归集到了 NICO 公司，方便巴菲特统一使用。我们估计，伯克希尔保险业务的大约三分之一被分保给了 NICO。

图表7：2025 年 NICO 保费结构



资料来源：NICO 公司公告，华泰研究

图表8：集团保费结构（2025）



注：使用已赚保费口径
资料来源：伯克希尔、NICO 公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

我们认为这样的安排体现了巴菲特在业务独立和资金（风险）归集上的精妙平衡。在销售侧，巴菲特无意整合旗下保险品牌、以统一的形象开展业务。他认为保留子公司各自的品牌，让他们继续在自己的细分领域触达客户、扩大市场份额是较优的选择。但在资金侧，巴菲特不希望看到资金被分散到若干大小不一的保险公司法人实体中，因为每一家保险公司都被严格监管，资金分散会对统一投资决策形成掣肘。通过再保险关联交易，可以合法地将各个公司的保费（以及对应的风险）统一归集到集团内特定平台 NICO 上，巴菲特在这个平台上完成主要的投资决策。

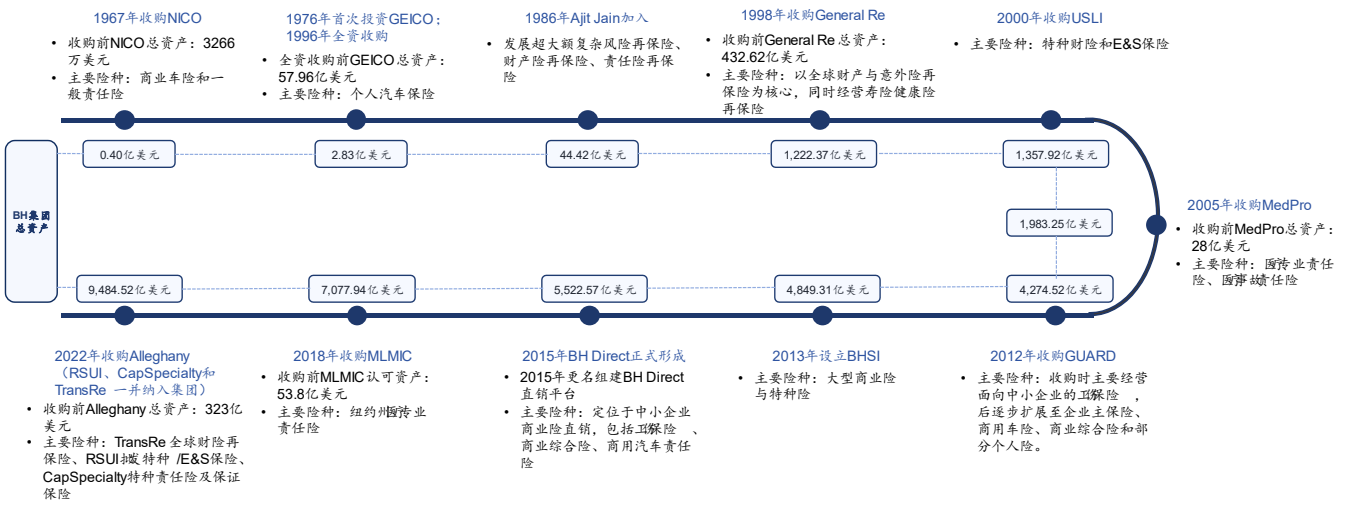
NICO 作为集团内的持股平台和再保险平台能起到相辅相成的作用。首先，再保险平台有助于形成持股平台。当大量保费被归集到 NICO，NICO 自然成为了伯克希尔旗下的重要投资平台。其次，持股平台有助于形成再保险平台。要充当再保险平台，需要有极强的资本充足水平，否则会影响到直保公司的业务稳健性和信用评级。伯克希尔将大量股权投资通过 NICO 进行(相对于资金抽调到伯克希尔控股公司来直接投资),并将投资收益留存在 NICO，增厚了 NICO 资本实力，有助于开展再保险业务。

根据 2025 年 NICO 自己的法定报表，NICO 持有上市公司股票约 1808 亿美元，占伯克希尔保险板块持有股票的 58%，包括 American Express、Apple、Coca-Cola、Moody's 等长期持有的股票的一部分，此外还持有上市公司 Occidental Petroleum 26.9%普通股，以关联公司投资计量。甚至伯克希尔的一些非保险实业投资也是通过 NICO 完成的。2025 年末，NICO 持有 Pilot 99%股份，The Duracell Company（金霸王，非上市公司，2016 年购买的）33.1%股份，另外 2010 年 NICO 参与收购 BNSF，现在 BNSF 股权已被转入伯克希尔控股公司。

保险帝国的建立

1967 年伯克希尔以 858 万美元购买了 NICO 超过 99%的股份（及其姊妹公司），是巴菲特正式进军保险业的起点。当时的 NICO 不是一个“大而全”的保险集团，而是小型、专业型财险公司，主业偏商业车险和一般责任险。1976-1996 年巴菲特逐步收购了个人车险公司 GEICO，从少数股权到全资，奠定了伯克希尔在个人汽车保险领域的龙头地位。1986 年 Ajit Jain 加入伯克希尔，被派往管理 NICO 旗下规模极小且陷入困境的再保险业务，逐步形成承接超大额、复杂风险的再保险能力。1998 年收购 General Re，使伯克希尔一跃成为全球再保险行业的巨头。2000 年至今，伯克希尔频繁收购外部保险公司，包括 USLI（2000）、MedPro（2005）、GUARD（2012）、MLMIC（2018）、RSUI and CapSpecialty（2022）等保险品牌均在此期间完成收购，BHSI（2013）内部新设，BH Direct 在 2015 年正式形成。

图表9：伯克希尔保险业务发展历史



资料来源：伯克希尔公司公告，公司官网，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

去中心化的保险组合

以 2025 年接近 5900 亿美元的总资产，伯克希尔保险板块作为一个整体将是全世界最大的财产保险公司。但实际上这些资产分散在 14 个保险品牌中，涉及财产险、责任险和再保险，比如美国第三大车险公司 GEICO 和著名再保险公司 General Re。伯克希尔保险板块整体承保表现优秀，近 20 年的平均 COR 为 92.2%，在大型财产保险公司中处于较好水平。

但与世界上绝大部分保险集团不同，伯克希尔保险板块呈现高度去中心化的特征。各保险子公司管理层享有高度自主权，根据自身目标制定战略发展规划，伯克希尔集团极少干预。这在全世界的金融集团甚至更广泛的企业管理中都是异类。但从“永续封闭式基金”的视角看则顺理成章，伯克希尔在管理一个庞大的保险公司组合，巴菲特要做的事情是选择竞争力优秀、能够长期贡献现金流的保险公司收入囊中，并确保管理层把股东利益放在首位，为集团贡献源源不断地利润和现金流。巴菲特自始至终都是从投资的视角出发，从未把自己定位成一个保险业经营者。

全球最大财产保险集团之一

如果把伯克希尔保险板块视作一个整体，“伯克希尔保险”将是全世界最大的财产保险公司之一。2025 年，其保费规模达到 889 亿美元，总资产达到 5877 亿美元，在全球均名列前茅。如果和全球头部财险及再保险公司对比，公司明显呈现出低杠杆、高盈利的特点。我们取 State Farm（美国）、Progressive（美国）、PICC P&C（中国）、Swiss Re（瑞士）四家公司做对比。State Farm、Progressive 和伯克希尔旗下的 GEICO 是美国前三大车险公司，也是美国最大的财产险公司，中国财险（PICC P&C）是中国最大的车险及财产险公司，Swiss Re（瑞士再保险）是全球最大的再保险公司，考虑到伯克希尔涵盖了车险和再保险，我们选取他们作为对标公司。

伯克希尔保险板块的杠杆较低（1.8x），只有相互制的 State Farm（1.6x）能与之匹敌。因为相互制保险公司没有所谓股东，不需要取悦资本市场和追求高 ROE，而是要确保绝对稳健，倾向于把利润留存下来，导致杠杆率较低。其他股份制的上市保险公司杠杆率普遍在 3-5x 之间，远高于伯克希尔的水平。虽然杠杆率较低，但伯克希尔保险板块依然取得了不错的 ROE 水平，远高于 State Farm，与其他上市保险公司不相上下。其承保表现（COR）在过去几年低于 90%，也处于非常优秀的水平。

图表10：伯克希尔保险板块和国际知名保险公司对比

百万美元	总保费（2025年）	保费增速（2022-2025）	总资产（2025）	总资产/净资产（2025）	平均COR（2022-2025）	平均ROE（2022-2025）
Berkshire	88,902	6%	587,702	1.8	87.1%	22.1%
State Farm	111,600	15%	405,739	1.6	106.9%	1.7%
Progressive	81,661	18%	123,039	4.1	90.4%	33.0%
PICC P&C	77,809	5%	120,469	3.0	98.0%	13.0%
Swiss Re	48,770	1%	151,511	5.2	86.1%	16.9%

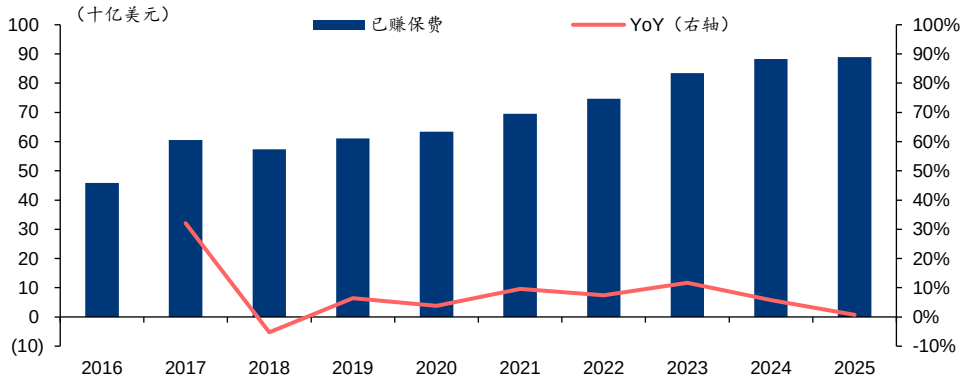
注：Swiss Re 的保费及增速使用 IFRS17 新准则下保险收入口径；State Farm 的杠杆和 ROE 取集团核心公司 State Farm Mutual 数据

资料来源：各公司公告，华泰研究

伯克希尔保险的保费增速常年维持在个位数水平，近年有下降趋势，2025 年保费几乎与上年持平。从结构看，2018 年来 GEICO 的保费占比呈现下降趋势，伯克希尔其他直保业务（Primary Group）呈现上升趋势，再保险整体保持稳定（30%上下波动）。

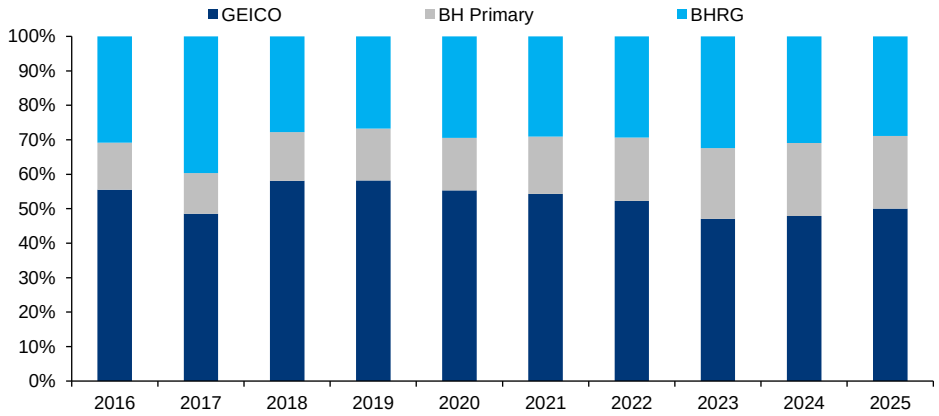
仅供内部参考，请勿外传

图表11：伯克希尔保险板块已赚保费变化



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

图表12：伯克希尔保险板块已赚保费结构



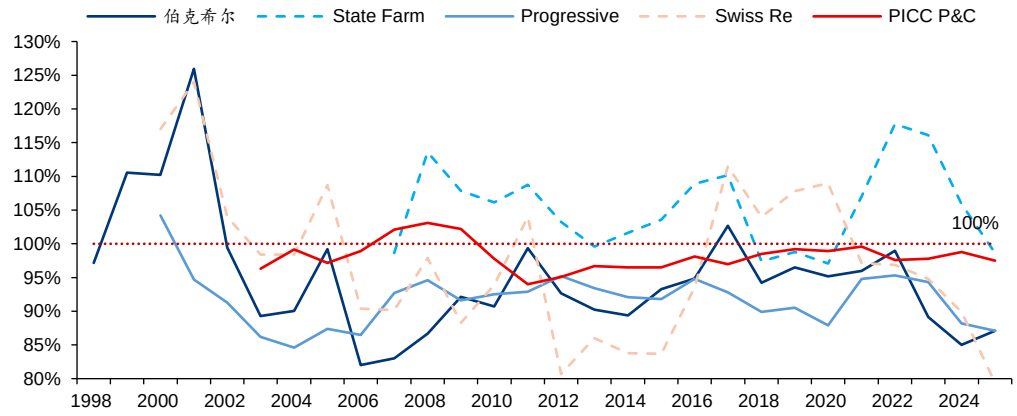
资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

伯克希尔保险板块整体承保表现优秀，近 20 年的平均 COR 为 92.2%，在大型财产保险公司中处于较好水平。1998-2001 年，由于刚并购 General Re 且其承保表现不佳，公司整体 COR 处于较高水平；自 2002 年起，公司 COR 基本保持在 100%以下；从近期情况看，2023 年来 COR 呈现明显下降趋势，2025 年达到 87.1%的优秀水平。2023 年 COR 大幅下降，主要是因为 GEICO 当年 COR 大幅下降 14.1pcts 至 90.7%，原因包括：1）GEICO 大幅提价：平均每张车险保单的保费上涨 16.8%，带动赔付率由 93.1%降至 81.0%，虽然有效保单数量下降 9.8%，但是承保利润大幅增长；2）GEICO 有意识压缩广告和运营费用，费用率由 2022 年的 11.7%降至 2023 年的 9.7%。

长期看，伯克希尔的承保表现在头部公司中表现优秀，长期看只略逊于对承保利润有强烈追求的 Progressive。虽然有大规模的再保险业务，但波动性明显低于 Swiss Re。State Farm 的承保表现常年处于亏损状态，可能因为相互制公司盈利压力不大有关，只要投资收益能覆盖承保损失即可。中国财险的承保表现，长期看在这些国际大公司当中处于偏弱的地位，好于 State Farm，但弱于其他公司。

仅供内部参考，请勿外传

图表13：伯克希尔保险板块 COR 和头部公司对比

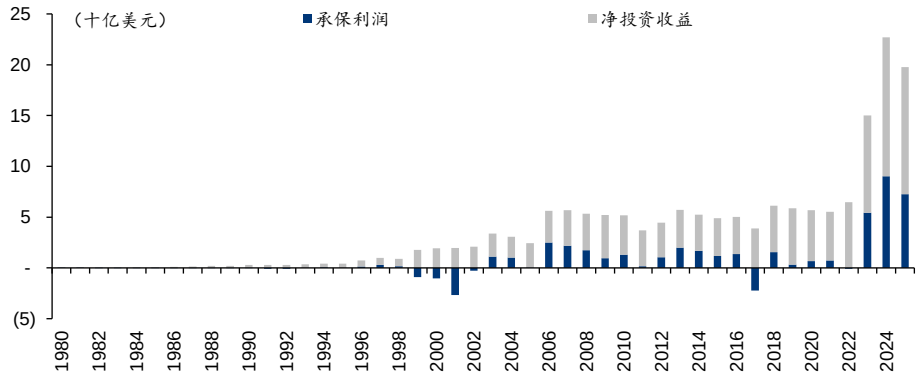


注：Swiss Re 的 COR 指财险再保险

资料来源：各公司公告，华泰研究

如果看保险业务整体营运利润（承保利润+股息利息收益），本世纪以来持续波动，2023 年开始快速增长。其中承保利润波动很大，利息和股息等净投资收益呈现稳定上涨趋势。2013 年-2021 年，在低利率环境下，净投资收益主要由股息组成。2022 年来，随着利率上升以及现金仓位提升，利息收益呈现上升趋势，当前已超过股息。

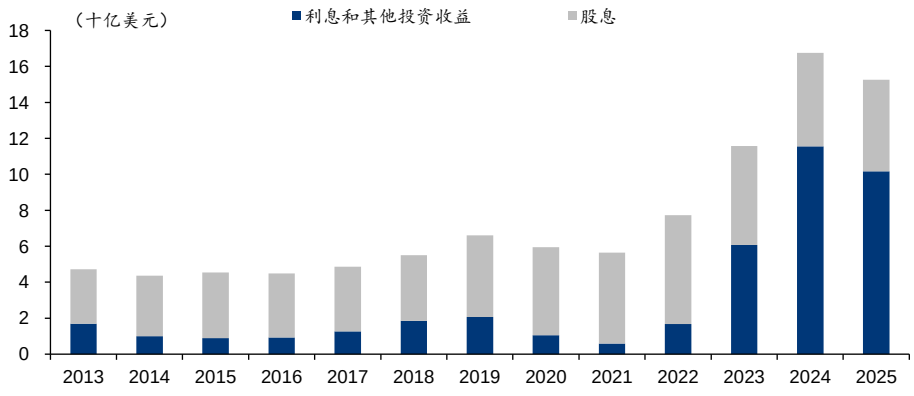
图表14：伯克希尔保险板块营运利润结构



注：指税后归母口径

资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

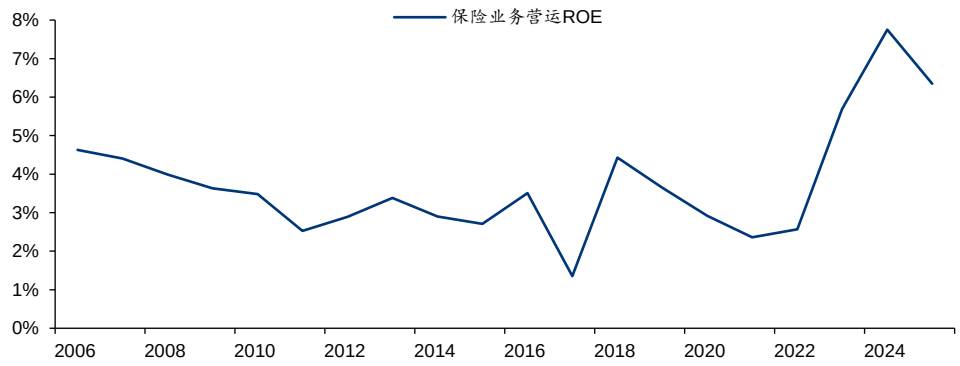
图表15：伯克希尔保险板块净投资收益拆分



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

图表16：伯克希尔保险板块营运 ROE（不含股票资本利得收益）



注：指税后归母口径，保险业务净资产来自华泰估算
资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

品牌高度分散

虽然伯克希尔保险板块整体规模庞大，但其中品牌林立，互相之间经营独立，并不能算作是一个有机整体，更像是一个保险公司组合。这个保险组合包括 14 个保险品牌，涉及财产险、责任险和再保险，涵盖车险、商业保险、中小企业保险、医疗责任险、信用险以及巨灾保险等。其中比较著名的包括美国第三大车险公司 GEICO 和全球领先的再保险公司 General Re。在财报中，伯克希尔通常将这些公司分成三部分，GEICO 因为规模大、品牌强，被单独列示，其余业务则分入直保业务板块（BH Primary）和再保险板块（BHRG）。巴菲特在收购这些公司的时候，尽量遵循差异化原则，因此旗下保险公司之间各有特色，相互竞争并不明显。

图表17：伯克希尔各保险品牌业务范围

保险平台		最擅长的领域 / 险种	业务定位
GEICO		美国个人汽车保险	核心是私家车责任险和车损险，兼营摩托车、房车、船舶及少量商业车辆保险；优势是互联网和电话直销、低费用率及大规模定价。
BH Primary	Berkshire Hathaway Direct	线上中小企业商业保险	通过biBERK和THREE直接线上获客，面向中小企业，主要产品是工伤、一般责任险、BOP/商业财产险、专业责任险和商业车险。THREE的特点是把财产、责任、工伤商业车险和网络险等组合在一张综合保单中。
	Berkshire Hathaway Homestate Companies	工伤、商业车险和特定商业财产险	工伤是重要传统优势，包各种大额免赔方案；商业车险尤其覆盖货运卡车、公共交通、非紧急医运输、拖车及配送车辆；财产险偏出租住宅、空置物业、仓储及装修中物业。
	Berkshire Hathaway Specialty Insurance	大型和复杂商业风险、全球专业险	偏中大型企业和跨国客户，承保大额商业财产、一般及超额责任、能源、建筑、海运、医责任、 D&O、E&O、交易责任、保证险和跨国保险。相较其他子公司，BHSI更强调大额容量、复杂风险及全球服务能力。
	GUARD Insurance Companies	代理渠道的中小企业综合保险	最早以工伤见长，现已发展为 BOP、工伤、商业车险、一般责任险和内陆运输险的综合平台。与BH Direct面向的客户相似，但GUARD主要通过独立代理人和经纪渠道销售。
	MedPro Group	全美医疗业责任险	伯克希尔最专业、覆盖最全国化的医责任险平台，服务医生、外科医生、牙医 护士和其他医疗业人员，以及医院、养老机构和医疗设施。
	MLMIC Insurance Companies	纽约州医疗业责任险	与MedPro险种相同，但地域高度集中于纽约州 覆盖医生、牙医 医疗团和医院，核心优势是纽约医责任法律、赔付环境和本地理赔经验。
	National Indemnity Primary Group	商业车险、一般责任险及难以安置风险	NICO Primary传统强项是商业车险，包括卡车、客运、车队、拖车和车库责任险，同时经营一般责任险、货物运输险等；既使用标准市场牌照，也使用E&S牌照，主要经掮经纪人承保特殊或难以安置的风险。
	RSUI and CapSpecialty	E&S专业险、超额责任险和专业责任险	RSUI偏大型、复杂及标准市场不愿承保的风险，主要做商业财产、巨灾财产、一般及超额责任、D&O、网络险和专业责任险；CapSpecialty除专业责任及超额责任外，在保证险和忠诚保证险方面也较突出。=
	United States Liability Insurance Companies	低保费、低危险度的小型专业险	专注小微企业和细分风险，典型产品包括小企业一般责任险、商业财产险、酒类责任险、特殊活动险、非营利组织险、E&O、EPLI以及部分个人专业险。特点是产品标准化、报价快、单笔保费较小。
	Central States Indemnity	信用保险、债务保障及特定健康险	与上述主流财险平台差异较大，传统业务是信用卡或消费信贷相关的信用失能险、失业险和债务保障，同时经营Medicare Supplement等健康险存量业务，属于规模很小的专业化平台。
BHRG	NICO Group再保业务	巨灾再保险、大额及特殊风险、追溯再保险	承做财产和责任险比例再保、超赔再保、巨灾超赔以及单项临分，也能为极大或异常风险提供原保险超赔保障。历史上还承接AIG、Equitas、Liberty Mutual等巨额存量负债，即retroactive reinsurance。
	General Re	传统合约再保险十寿险健康险再保险	财险端以全球多险种合约再保为主，比例和超赔均做，主要通过与原保险公司直接建立关系获客；寿健险端覆盖寿险、失能、补充健康、重疾及长期护理。旗下GenStar、Genesis还经营部分E&S专业险和公共实体业务。
	TransRe Group	经纪渠道的全球财产险与责任险再保险	经营比例和超赔、合约及临分再保险，覆盖传统责任、专业责任、医责任、财产巨灾、工程、能源和金融险等。

资料来源：伯克希尔公司公告，各子公司官网，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

巴菲特从未试图对这些保险公司进行整合，这些保险公司实际是巴菲特在保险行业的若干个投资项目，构成了一个保险公司投资组合，巴菲特希望在赚取经营性承保利润的同时，可以使用保险准备金进行投资。巴菲特并不是一个保险业的经营者，而是一个保险公司组合的投资者和资产管理者，其原则是经营高度放权，投资和资本管理高度集权。1998 年股东会上，芒格称伯克希尔对经营业务的权力下放，已经到了“近乎完全放弃管理”的程度；巴菲特随即概括为：“我们集中资金，其他几乎一切都去中心化。”母公司通常不统一干预子公司的定价、核保、渠道、招聘和日常经营，而是保留管理团队、考核长期业绩，并负责决定利润留存、资金调拨和重大资本投入。1995 年收购 GEICO 剩余股权时，伯克希尔也明确表示，GEICO 将继续由原管理团队作为独立业务运营，不会因并购而裁员。伯克希尔集团拥有数十万名员工，而奥马哈总部长期只有数十人，本身就说明其组织并不是依靠总部统一经营各项业务，而是依靠独立子公司和经理人自治。对巴菲特而言，只要各平台管理优秀、具有竞争优势，就没有必要为了形式上的规模效应进行整合。

此外，不同保险品牌的客户、渠道和专业能力差异较大，强行合并不仅难以产生协同，反而可能破坏原有护城河。例如，GEICO 依靠直销模式经营个人车险；MedPro 专注医责任险；GUARD 依靠独立代理渠道服务中小企业；RSUI 擅长 E&S 和复杂专业风险；TransRe 则主要通过再保险经纪人开展全球再保险业务。各平台拥有独立的承保团队、定价模型、理赔系统、经纪人关系、品牌声誉和经营文化，这些能力往往具有较强的险种和渠道专属性，无法通过简单合并实现共享。与此同时，保险公司是持牌经营的法律实体，在不同州和国家受到不同监管。合并法律实体可能涉及大量监管审批、保单和再保险合同迁移、准备金和资本重新配置、税务及信息系统改造，甚至影响当地牌照和渠道关系。相较于这些成本，法律实体合并所带来的经营收益非常有限。

最后，伯克希尔通过内部再保险实现了“经营不整合、资金可集中”，因此没有必要依靠法律实体合并来集中浮存金和资本。典型方式是通过 GEICO、GUARD、MedPro 等经营性保险子公司向保险板块集中持股平台 NICO 进行再保险分保，将一定比例的保费、赔款和准备金转移给 NICO，各子公司继续独立负责产品、销售、核保、客户服务和理赔。对于历史存量负债，还可以通过更复杂的再保险合同（如 loss portfolio transfer 或 retroactive reinsurance）集中到 NICO。这样既保留了各保险平台的品牌、专业能力和经营责任，又使相当一部分保险资金和风险最终集中在资本实力最强的 NICO，由伯克希尔统一进行投资和资本配置。换句话说，内部再保险已经实现了经济层面的集中，无须再承担组织和法律层面全面整合的成本。

除了车险和再保险，伯克希尔在很多细分保险业务中也位居前列。根据 NAIC 披露的分险种的保费排名，2025 年伯克希尔在医责任险、工伤赔偿保险、其他责任险和商业汽车保险中均排名靠前。

仅供内部参考，请勿外传

图表18：财险市场分险种排名及市场份额（2025）

业务线	排名	集团/公司名称	直接签单保费（十亿元）	市场份额	累计市场份额
财险全险种合计	1	State Farm Group	115.3	10.39%	10.39%
财险全险种合计	2	Progressive Group	84.2	7.59%	17.97%
财险全险种合计	3	Berkshire Hathaway Group	64.5	5.81%	23.79%
财险全险种合计	4	Allstate Insurance Group	59.5	5.36%	29.15%
财险全险种合计	5	Travelers Group	43.2	3.89%	33.04%
财险全险种合计	6	Liberty Mutual Group	42.3	3.82%	36.85%
房主综合险	1	State Farm Group	35.3	18.69%	18.69%
房主综合险	2	Allstate Insurance Group	17.8	9.42%	28.11%
房主综合险	3	nited Services Automobile Association Grou	13.3	7.02%	35.13%
房主综合险	4	Liberty Mutual Group	10.4	5.51%	40.64%
房主综合险	5	Farmers Insurance Group	10.3	5.46%	46.11%
房主综合险	6	American Family Insurance Group	9.7	5.15%	51.26%
医疗职业责任险	1	Berkshire Hathaway Group	2.2	16.27%	16.27%
医疗职业责任险	2	Doctors Company Group	1.3	9.82%	26.09%
医疗职业责任险	3	CNA Insurance Group	0.8	6.02%	32.11%
医疗职业责任险	4	Mag Mutual Insurance Group	0.7	5.04%	37.16%
医疗职业责任险	5	ProAssurance Corporation Group	0.7	4.89%	42.04%
医疗职业责任险	6	Liberty Mutual Group	0.5	3.85%	45.89%
工伤赔偿保险	1	Hartford Fire & Casualty Group	3.7	6.65%	6.65%
工伤赔偿保险	2	Travelers Group	3.7	6.58%	13.23%
工伤赔偿保险	3	AmTrust Financial Services Group	3.5	6.27%	19.50%
工伤赔偿保险	4	Zurich Insurance Group	2.8	4.98%	24.48%
工伤赔偿保险	5	Chubb Ltd. Group	2.4	4.31%	28.80%
工伤赔偿保险	6	Berkshire Hathaway Group	2.0	3.51%	32.31%
其他责任险	1	Chubb Ltd. Group	10.0	7.19%	7.19%
其他责任险	2	Travelers Group	6.5	4.66%	11.85%
其他责任险	3	W. R. Berkley Corporation Group	5.6	3.98%	15.83%
其他责任险	4	Berkshire Hathaway Group	5.5	3.95%	19.78%
其他责任险	5	Fairfax Financial Group	4.8	3.47%	23.24%
其他责任险	6	American International Group	4.8	3.41%	26.66%
个人乘用车保险	1	State Farm Group	69.2	18.64%	18.64%
个人乘用车保险	2	Progressive Group	69.0	18.60%	37.24%
个人乘用车保险	3	Berkshire Hathaway Group	42.9	11.56%	48.80%
个人乘用车保险	4	Allstate Insurance Group	37.7	10.15%	58.95%
个人乘用车保险	5	nited Services Automobile Association Grou	23.0	6.19%	65.14%
个人乘用车保险	6	Farmers Insurance Group	13.2	3.57%	68.71%
商业汽车保险	1	Progressive Group	10.2	13.20%	13.20%
商业汽车保险	2	Travelers Group	4.2	5.46%	18.65%
商业汽车保险	3	Berkshire Hathaway Group	3.9	5.05%	23.70%
商业汽车保险	4	Old Republic Group	3.4	4.35%	28.05%
商业汽车保险	5	Liberty Mutual Group	2.8	3.64%	31.69%
商业汽车保险	6	State Farm Group	2.4	3.15%	34.84%

资料来源：NAIC，华泰研究

GEICO：美国第三大车险公司

在伯克希尔保险板块中，GEICO 无疑是最重要的运营子公司。GEICO 是美国第三大车险公司，保费规模排在 State Farm 和 Progressive 之后，在 Allstate 之前。前四家公司占据私人乘用车险保费 65%的市场份额。伯克希尔绝大部分私人乘用车险由 GEICO 开展，GEICO 业务高度集中于私人乘用车险。另外三家公司虽然也都以车险为主，但还有房屋险、商业车险等其他业务，车险保费占比在 63%~82%。GEICO 是伯克希尔集团内最大的直接保险公司，同时也是保险板块最重要的承保利润来源，2025 年贡献了保险板块承保利润的 72%。

图表19：美国私人乘用车险市场头部四家公司规模（2025）

百万美元	私人乘用车险直接保费	市场份额	占集团财险直接保费比例
State Farm	69,164	18.64%	60.0%
Progressive	69,006	18.60%	82.0%
Berkshire Hathaway（GEICO）	42,905	11.56%	66.5%
Allstate	37,672	10.15%	63.3%

资料来源：NAIC，各公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

从增长表现看，2022~2025 年，Progressive 私人乘用车险保费年均增速达 21%，位居四家公司之首，这在一定程度上得益于公司持续加大广告投放和业务获取力度。同期，GEICO 私人乘用车险保费年均增速仅为 4%，相对较慢，主要由于公司为修复承保盈利能力，主动提高件均保费、压降营销费用，导致 2023~2024 年保单数量有所下降，保费整体增长乏力。

图表20：四家公司私人乘用车险保费及增速

百万美元	2022	2023	2024	2025	2022-2025 复合增速
State Farm	46,661	57,974	67,754	69,164	14%
Progressive	38,927	48,256	60,053	69,006	21%
Berkshire Hathaway（GEICO）	38,136	38,966	41,764	42,905	4%
Allstate	29,611	32,848	36,582	37,672	8%

资料来源：NAIC，各公司公告，华泰研究

GEICO 承保表现优秀，来自低成本直营渠道。从车险承保表现看，GEICO 的盈利能力在四家公司中领先，2025 年 COR 仅为 84.7%。虽然各家的披露口径并不完全一致，但是 GEICO 的 COR 优势依然很明显。拆分来看，其优势主要来自费用端：GEICO 赔付率为 72.3%，高于 Progressive 和 Allstate，但费用率仅为 12.4%，显著低于其他三家公司约 19.8%~21.6%的水平。GEICO 以直营渠道为绝对主导，而 State Farm 主要依赖代理人，Progressive 和 Allstate 则兼有直营与代理渠道。凭借庞大的业务规模、成熟品牌及高度标准化的承保和理赔流程，GEICO 将直营模式转化为明显的成本优势。作为对比，2025 年 Progressive 个人车辆险（Personal Vehicles）直销渠道费用率仍达 22.1%，说明 GEICO 的优势不只在于采用直营渠道，更在于其直营体系本身的低成本。不过，GEICO 赔付率相对偏高，反映公司以低费用让利客户，提高赔付水平。根据 Insurance Information Institute 数据，2025 年美国个人车险行业平均 COR 为 91.8%，公司明显低于行业平均。

图表21：四家公司车险 COR 对比

	2025年车险COR	赔付率	费用率	COR口径
State Farm	93.5%	73.8%	19.8%	全部车险
Progressive	87.5%	65.9%	21.6%	个人车险，含少量摩托车等
Berkshire Hathaway（GEICO）	84.7%	72.3%	12.4%	GEICO全部，含少量摩托车等
Allstate	85.0%	63.4%	21.6%	私人车险

资料来源：NAIC，各公司公告，华泰研究

再保险规模领先

伯克希尔再保险业务规模领先。2025 年再保险业务贡献保险承保利润的 20%，是公司另一利润来源。根据 AM Best，2024 年全球再保险公司按保费排名，前两名分别为 Swiss Re 和 Munich Re，两家均采用 IFRS 17 计量。伯克希尔采用美国 GAAP 会计准则，2024 年再保险签单保费达到 269.06 亿美元，是非 IFRS 17 准则公司中的第一名，保费和前两者不可比。

- 伯克希尔旗下再保险集团有 General Re、Trans Re、NICO Group 等。General Re 作为全球领先的综合性专业再保险公司，总保费（净签单保费口径）为 148 亿美元（官网最新），覆盖财险及寿险进行多元化业务布局，其中 67%为财险，33%为人身险，主要通过与原保险公司直接建立关系获客。Trans Re 是全球领先的专业财产险再保险公司，深耕复杂责任险及专业险种，规模较小，2025 年总保费（毛签单保费口径）为 60 亿美元，基本没有人身险业务。NICO Group 再保业务则涵盖巨灾再保险、大额及特殊风险、追溯再保险等。

仅供内部参考，请勿外传

- Swiss Re 和 Munich Re 分别是总部位于瑞士和德国的全球再保险集团。Swiss Re 在人身险、财产险和商业财险直保布局完整，在大型结构化交易、巨灾风险和全球客户覆盖方面优势明显。Munich Re 全球规模第二，作为综合保险集团覆盖全球再保险、直保和资产管理业务。需要注意的是，Swiss Re 和 Munich Re 作为大型再保险集团，除了再保险业务，也拥有大量直保业务，2025 年再保险的保险收入分别占比 82%和 50%。General Re 和 Trans Re 则几乎为纯再保险公司。下面重点比较几家公司的再保险业务表现，不含直保。

图表22：2025 年全球再保险公司规模及排名（单位：百万美元）

非IFRS 17 排名	IFRS 17 排名	公司名称	再保险保费 (GPW)	再保险收入(毛)	COR（只财险）
	1	Swiss Re Ltd.		36,181	89.9%
	2	Munich Reinsurance Company		32,555	77.3%
	3	Hannover Rück SE		27,480	86.6%
1		Berkshire Hathaway Inc.	26,906		82.9%
2		Lloyd's	23,537		87.7%
	4	SCOR S.E.		16,799	86.6%
3		Reinsurance Group of America Inc.	15,573		N/A
4		Everest Group, Ltd.	12,941		89.6%
5		RenaissanceRe Holdings Ltd.	11,733		83.9%

资料来源：AM Best，各公司公告，华泰研究

从保费增速看，伯克希尔再保险业务的总保费自 2024 年呈现下降趋势，Swiss Re 和 Munich Re 的再保险收入也增长乏力。作为全球性大型再保险集团，可能难以有显著的增速。

图表23：三家公司再保险保费对比

	单位	口径	总保费			
			2022	2023	2024	2025
Swiss Re	百万美元	保险收入	-	43,898	45,598	43,136
其中：再保险	百万美元	保险收入	-	36,027	36,837	35,207
Munich Re	百万欧元	保险收入	55,385	57,884	60,830	60,412
其中：再保险	百万欧元	保险收入	29,265	29,825	31,254	30,105
伯克希尔-再保险	百万美元	毛保费（GPW）	22,147	27,453	26,906	25,470

资料来源：AM Best，各公司公告，华泰研究

从财险再保险承保表现看，伯克希尔表现优秀。根据 AM Best 数据，2022-2024 年 Swiss Re、Munich Re、伯克希尔的财险再保险业务平均 COR 分别为 95.5%、86.2%、84.4%，伯克希尔的表现优于其余两家公司。分公司看，General Re 作为全球集团没有公布集团口径的 COR，根据其北美主体 General Reinsurance Corporation 的法定报表估算，2024 年 COR 约为 76.1%，处于优秀水平；2024 年 Trans Re 的 COR 为 93.2%，可能高于伯克希尔再保险业务的平均水平。伯克希尔集团中，我们估计 General Re 承保表现相对优秀，Trans Re 则略显逊色。Swiss Re 的 COR 和其他两家公司相比较高，虽然规模较大，但承保表现仍有提升空间。

图表24：几家公司再保险承保表现对比

	再保险COR			
	2022	2023	2024	平均值
Swiss Re	102.4%	94.1%	89.9%	95.5%
Munich Re	96.2%	85.2%	77.3%	86.2%
伯克希尔	86.4%	84.0%	82.9%	84.4%
其中：Trans Re	97.5%	90.4%	93.2%	93.7%

资料来源：AM Best，各公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

非典型保险投资

伯克希尔的保险投资是巴菲特整体投资策略的一部分，因此与其他保险公司相比，呈现出强烈的“非典型”特征。保险板块在伯克希尔内部充当股票投资平台，巴菲特绝大部分股票投资都是由保险子公司持有的。伯克希尔保险投资最明显的特征就是“高权益+高现金储备”组合，债券比例极小。过去 20 年股票/现金平均占比 59%/23%，2025 年保险板块投资中股票占比 56%，现金及等价物（含国库券）占比 40%。单从保险资产负债的视角看，这样的投资组合并不是很合理，可能也不是其他保险公司应该学习和模仿的。

巴菲特之所以如此安排保险投资，是从集团视角出发，基于深度价值策略，综合权衡一级和二级市场投资机会后的布局。因为深度价值策略的投资标的可遇不可求，所以需要常备现金以抓住投资机会；对于符合价值标准、资本回报优秀的股票，巴菲特长期持有，时间会平滑价格波动，因此仓位可以很高；也因为保险板块资本雄厚（2025 年总资产/净资产只有 1.8x），承受短期股票价格波动的能力强；因为有充足的资本和现金储备，债券稳健回报的特征对巴菲特失去了意义，回报赶不上股票，流动性比不上现金等价物（国库券）。

虽然伯克希尔保险资产配置有些另类，但我们认为巴菲特的价值投资理念是值得所有保险公司认真学习和借鉴的。巴菲特重视企业底层的资本回报能力，赚取的是企业经营增值的钱。这种价值投资理念需要长期投资来配合，依靠长时间维度平滑短期价格波动带来的噪音。如果时间维度不够，价值投资的效力就会打折扣。巴菲特可以说把“长期投资+价值投资”推向了极致。一家能持续获得 15%ROE 的企业长期给投资者带来的股票回报也是类似水平，这个 ROE 水平并不鲜见，但长期能获得如此水平的投资回报则是比较罕见的，即便巴菲特也只是在 60 年里维持了 18%的年化回报。此外，基本面价值投资的一个顺理成章的做法就是集中投资，既然对企业基本面抱有信心，自然敢于集中持仓，伯克希尔保险板块的股票投资高度集中在前五大股票上，他们占股票持仓的比例长年在 60-80%之间，这在保险投资中也极为罕见。

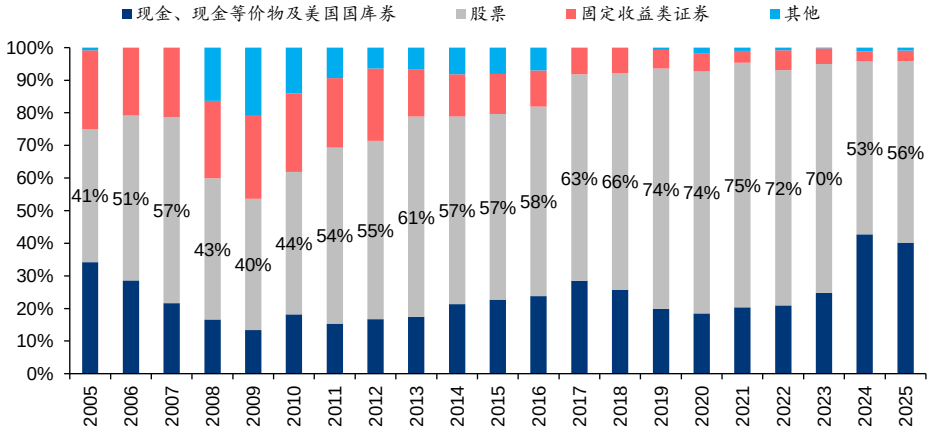
在各类投资资金中，我们认为保险资金有着最长的时间维度，最适合开展价值投资。各类净值化的金融产品都面临赎回的压力，即便投资经理能够理解长期投资的好处，背后的投资者未必能理解，资金不稳定制约了投资经理开展长期投资的能力。但保险资金不同，虽然有退保风险，但风险可测可控，险资的大部分基本上呈现出“永续”的特征，有着实施长期价值投资的天然基础。但现实中大部分保险公司没能充分发挥出长期资金的优势，反而和其他净值型金融产品一道比拼短期投资收益，可以说是“以己之短、博人之长”，这或许和公司治理以及行业生态有着密切联系。

权益投资占比高且集中

伯克希尔保险板块的投资呈现较为极致的“哑铃型”配置，高度集中在股票和现金（包含国库券）上，而忽略掉中间的债券投资。这来源于雄厚的资本实力、大规模的现金储备以及巴菲特在集团层面进行的统一资产配置。在过去十年左右的时间里，股票和现金占保险资金比例始终超过九成，2025 年股票占比 56%，现金占比 40%。在 2023 年以前，权益比例高达七成以上，在过去两年中有所降低，现金占比提升。拉长历史看，在 2016 年之前，保险投资组合中尚有不小比例的债券投资和其他资产。其他资产主要包括次级债、累计永续优先股、可转换永续优先股、认股权证和可转换永续资本工具 等非标准证券，以及权益法记账的资产，但 2017 年开始公司将优先股、认股权证等并入股票类别。

仅供内部参考，请勿外传

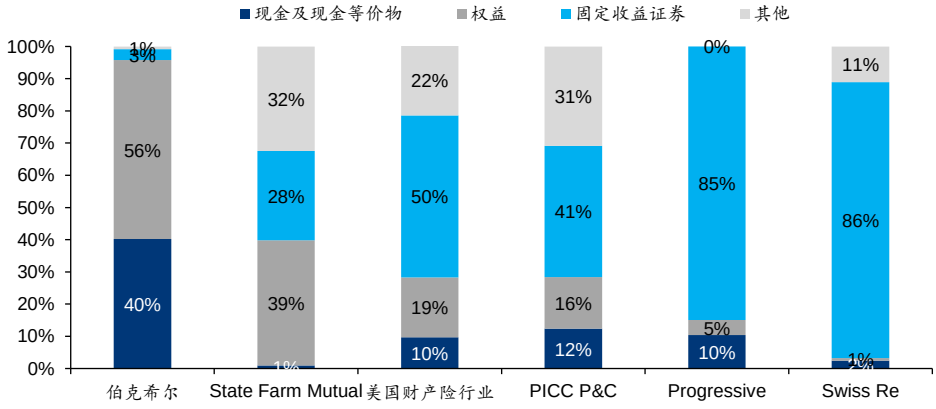
图表25：伯克希尔保险资金投资组合



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

与同业相比，伯克希尔保险投资的股票和现金配置比例非常高。根据 NAIC 数据，2025 年美国财险业权益投资比例为 19%，远低于伯克希尔保险的 56%。头部公司 State Farm 和 Progressive 的权益投资比例也远低于伯克希尔。与国际上其他公司做对比，中国财险 2025 年末权益配置比例为 16%，Swiss Re 仅有 1%，远低于伯克希尔。40%的现金比例在保险同业中也是绝无仅有的，显著高于行业水平。

图表26：美国财险业投资组合（2025）



资料来源：NAIC，各公司公告，华泰研究

伯克希尔保险投资呈现出较强的风险偏好，权益配置比例明显偏高，我们认为这与伯克希尔保险板块充足的资本实力（低杠杆）和充裕的现金储备有关。对于大部分财产保险公司，资产的大头来自于准备金负债，根据 NAIC 数据，2025 年美国财险业总投资资产/净资产（Policyholders' Surplus）的杠杆水平平均为 2.4，伯克希尔只有 1.8，显著低于行业平均水平。对于一般的财产险公司，大部分资金来源于客户而非股东，因此投资端的配置需要重视安全稳健，确保偿付能力。如果大幅度投资权益又面临市场波动，资产缩水很可能导致偿付能力无法得到保障。而伯克希尔保险的资产负债表不同，2025 年净资产估计约为 3300 多亿美元，准备金约为 2000 多亿美元，资本金大于保单负债，资本非常充足，能够抵御资产端的大幅波动而不至于影响履行负债义务。此外，资产端的现金规模达到 2100 多亿美元，已经覆盖了保单负债，为资产端的波动设置了下限并确保了负债安全。

伯克希尔在 2020 年报中提到，“总体而言，伯克希尔旗下保险业务所拥有的资本实力，远高于全球任何竞争对手。雄厚的财务实力，再加上伯克希尔每年从非保险业务获得的巨额现金流，使我们的保险公司能够安全地采取偏重股票的投资策略；而对绝大多数保险公司而言，这种策略并不可行。出于监管要求和信用评级方面的考虑，这些竞争对手必须将投资重点放在债券上。”

仅供内部参考，请勿外传

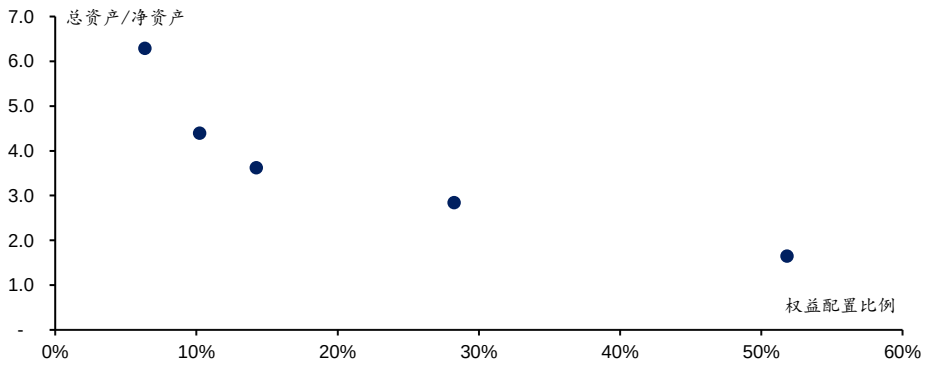
这种强大的资本安全垫，使得伯克希尔不必像多数保险公司那样，因监管、信用评级和流动性压力而将绝大部分资产配置于债券，而能够长期维持较高比例的股票投资，持有苹果、可口可乐、美国运通等大型权益资产，获取更高的长期回报。此外，雄厚的资本和极强的偿付能力使其能够承接巨灾险、恐怖袭击险、石棉责任险等损失波动大、赔付周期长、单笔保额高的高风险业务，甚至签发其他保险公司无力承担的“超级保单”。

1967 年伯克希尔收购 National Indemnity 后不久，巴菲特写了一篇题为《Thoughts Regarding Capital Requirements for Insurance Companies》的材料。其中写道，“按照大多数标准，National Indemnity 对资本的运用已经相当激进。正是因为能够获得伯克希尔的额外资源，我们才可以采取积极运用资本的政策；从长期来看，这应当能够使 National Indemnity 实现最大的盈利。如果承保业务恶化，伯克希尔还可以向 National Indemnity 投入额外资本。”

在股票投资上，巴菲特遵循安全保守的投资理念，高度重视价值投资和资本回报，其权益投资的波动幅度小于市场表现，这也给了巴菲特敢于放大权益投资比例的底气。简而言之，大比例投资权益是表象，“用自己的钱投稳健的权益资产”才是背后的逻辑基础。其他保险公司如果不具备这样的条件，不能简单模仿巴菲特的做法。

高权益配置比例需要较低杠杆来支持。我们统计了 State Farm（美国）、Progressive（美国）、Allstate（美国）、Allianz（德国）、Zurich（瑞士）过去二十年左右的数据，包含总资产杠杆以及权益配置比例，从统计数据看，高权益比例，往往需要较低的杠杆来支持。如果分公司看，互助制的美国 State Farm 公司，权益配置比例很高，2025 年末 57.5%，杠杆水平只有 1.6，和 Berkshire 类似。而 Zurich（瑞士）、Progressive（美国）、Allianz（德国）等其他公司，权益配置比例较低，且杠杆较高。

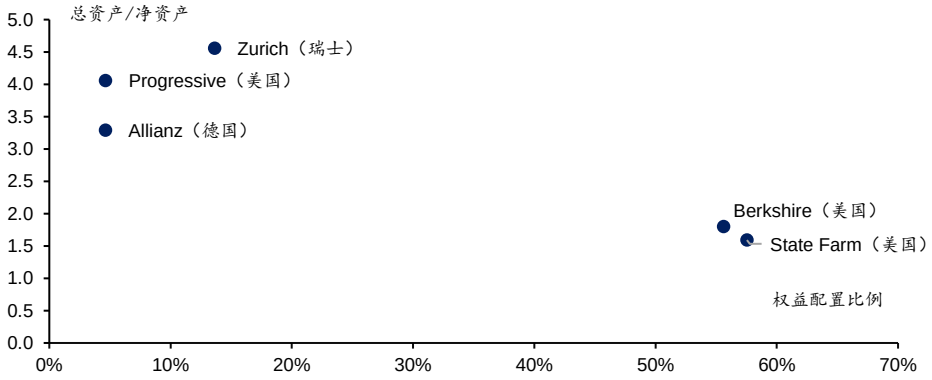
图表27：知名保险公司的财险业务杠杆 vs 权益配置比例（含过去二十余年数据）



注：单个数据点不代表特定公司，而是包含杠杆在对应区间内的全部样本点
资料来源：各公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

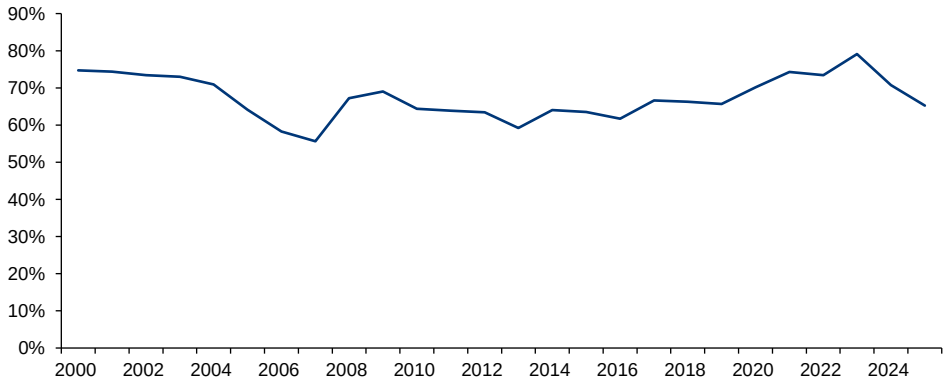
图表28：知名保险公司的财险业务杠杆 vs 权益配置比例（2025 年）



资料来源：各公司公告，华泰研究

伯克希尔保险投资的另一大特征是高度集中。2025 年末，公司持有的前五大股票投资（美国运通公司、苹果公司、美国银行、可口可乐公司和雪佛龙）占股票总投资的 65%，常年在 50%以上，这在崇尚分散投资的保险行业实属异类，我们在上一篇报告《无法复制的巴菲特系列三部曲之一：大型永续封闭式基金》（2026 年 8 月 12 日）中对伯克希尔的集中投资做了详细分析。

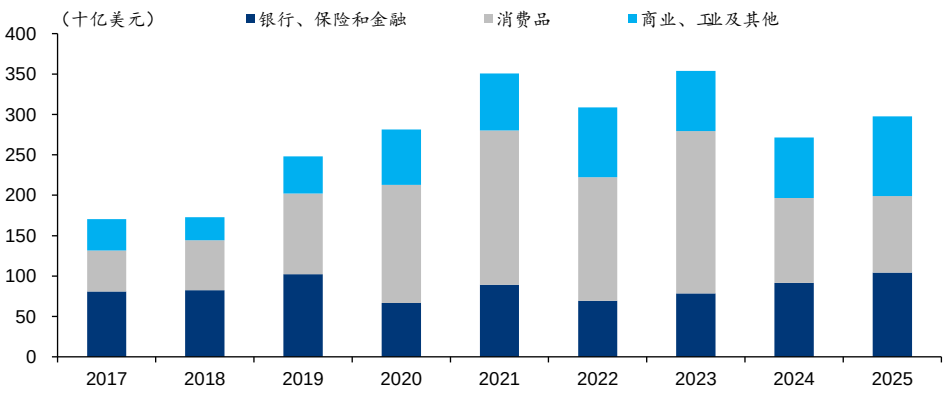
图表29：伯克希尔前五大重仓股占比



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

从股票投资来看，BH 将所投股票分成三类行业，1）银行、保险和金融，2）消费品，3）商业、工业及其他，目前三者占比大致均衡。从历史变化看， 2024、2025 年消费品股票的投资明显收缩，其他两类的余额有所增加。

图表30：伯克希尔股票投资的行业分布（以年末市值计）



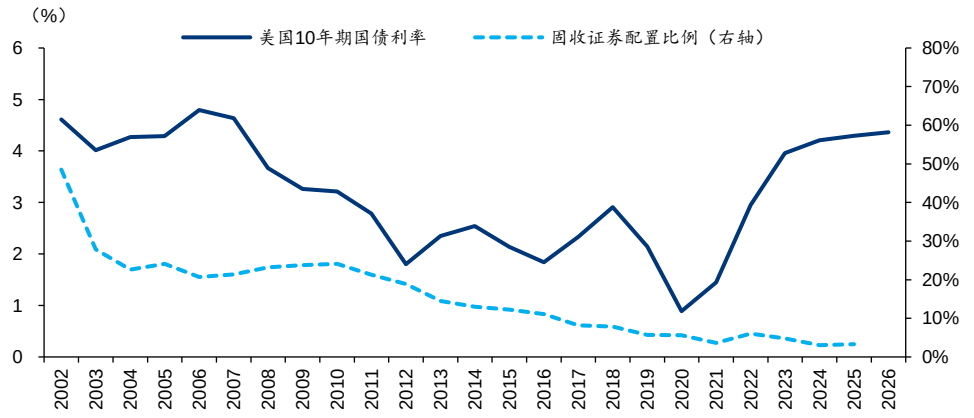
资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

债券投资占比低

2025 年的伯克希尔险资配置中，不考虑极短期的国库券，长期债券投资只占了 3.3%，在保险行业中处于较低的水平。历史上伯克希尔的债券比例曾经远高于此，债券占比伴随着美国利率的下行逐渐降至较低的位置。随着美国利率的反弹以及巴菲特交棒给继任者阿贝尔，伯克希尔对于债券投资的忽视是否会有所变化，值得投资者关注。

图表31：10 年期国债利率 vs. 伯克希尔保险投资债券比例



注：利率指年度平均
资料来源：伯克希尔公司公告，Choice，华泰研究

巴菲特会为了维持保险业务的绝对安全和流动性而长期持有大量的短期国债作为现金等价物，但从长期资产配置和复利增值的角度，他认为债券“最多只是平庸（mediocre）的投资工具”（ 1986 年致股东信）。巴菲特认为考虑了通胀和利息税的影响，长期持有债券“没有产生任何真实收益”，在现代通胀的环境中，债券投资应该被贴上“高风险的警示标签”，这里的高风险是指不产生真实收益的风险。他认为“不要当短期的债务人和长期的债权人（neither a short-term borrower nor a long-term lender be）”（1979 年致股东信）。他相信长期投资一家好公司的股权不仅是优胜者，也最为安全（2018 年致股东信）。

巴菲特用统一的估值逻辑看待股票和债券。本质都取决于其资产在未来产生的现金流的折现值。不同之处在于债券有约定的票面利息和到期日，未来的现金流容易预测；而股票需要投资人自己评估企业未来的“票息”。买入票面利率不到 1%的债券，就等于是用 1 倍 PB 买入一家资本回报不到 1%的足以令人憎恶（abominable）的生意（1984 年致股东信）。

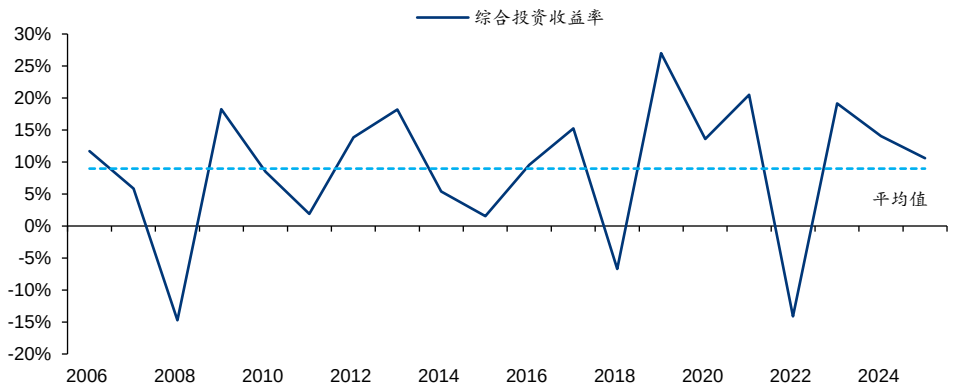
相比于纯粹的债券，巴菲特或会考虑可转换债。可转换债的真实期限更短，可以通过转换成股票来摆脱债券在高通胀时期的系统性贬值风险（1979 年致股东信）。在债券价格暴跌出现高安全边际的套利机会时，巴菲特偶尔也会放手一搏，比如 1989 年买入 RJR Nabisco 公司的债券。（2018 致股东信）

长期投资收益出色

伯克希尔凭借高权益、高现金、低债券的资产组合，在长期内取得了不俗的保险投资收益，我们估计 2006-2025 年这二十年的综合口径投资收益率平均达到 9.0%，其中大部分由资本利得贡献。尽管受权益市场波动影响，公司投资收益率呈现较大波动，2008 年、2018 年和 2022 年甚至录得负收益，但长期来看，高权益配置带来的资本增值仍显著抬升了整体投资回报中枢。与此同时，公司通过持有能带来长期现金的优质资产以及现金收益再投资，实现较强的复利增长。

仅供内部参考，请勿外传

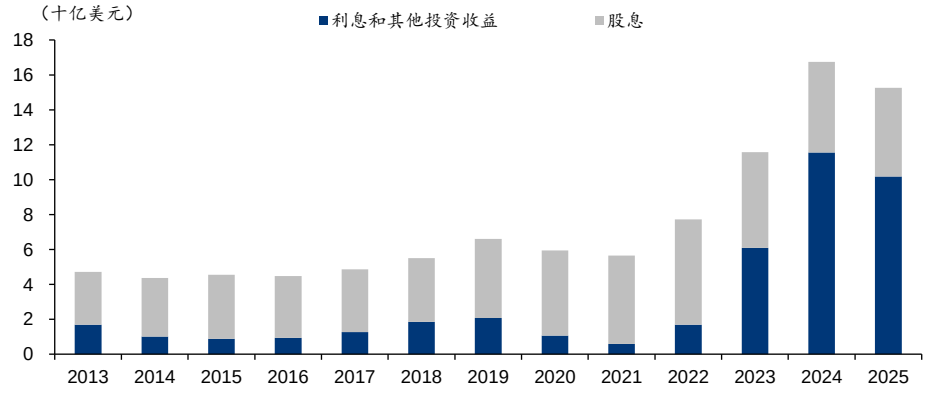
图表32：伯克希尔保险板块综合投资收益率表现



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

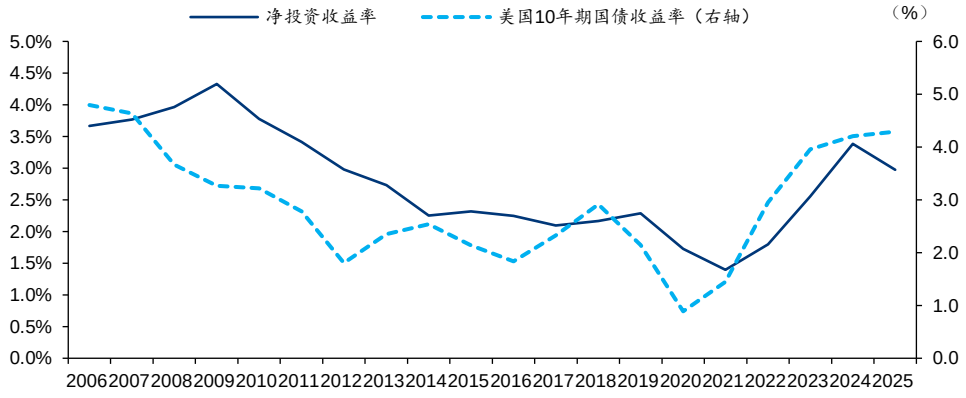
把投资收益拆分成净投资收益率（现金投资收益率）和资本利得两部分。其中的净投资收益率近年走高，主要是因为利率上升推高了利息收入。从净投资收益结构看，2020 年以前的低利率环境下，公司保险板块的现金收益主要来源于股息。2023 年利息和其他投资收益快速提升，并超过股息收入。利息和其他收益快速提升，主要是因为 1）美国利率上升：年度平均利率由 2022 年的 2.95%迅速上升至 2023 年的 3.96%，之后持续保持上升趋势，而且公司固收资产主要以现金类资产为主，长债较少，对利率反映更敏感；2）2023 年公司开始减配股票，导致现金增多，其占比由 2022 年的 21%上升至 2023 年的 25%和 2024 年的 43%，并维持在高位。

图表33：伯克希尔保险资金净投资收益



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

图表34：伯克希尔保险资金净投资收益率与美国利率走势

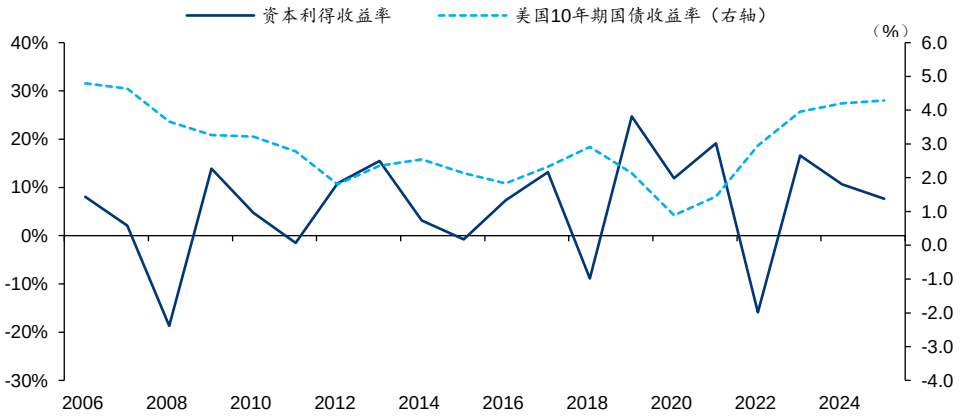


资料来源：同花顺 iFind，伯克希尔公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传

资本利得主要由股票贡献，自然波动较大。我们计算了资本利得收益率，即综合资本利得收益/平均总投资资产（综合投资收益率 - 净投资收益率）来评估资本利得的波动。在 2008 年金融危机时，资本利得收益率达到-18.7%，为近二十年来最低；2019 年牛市中又录得 24.7%的优秀水平。长期看，2006 至 2025 年资本利得收益率平均为 6.2%，属于相当优秀的水平。

图表35：伯克希尔保险资金资本利得收益率与美国利率走势



注：资本利得收益率=综合资本利得收益/平均总投资资产
资料来源：同花顺 iFind，伯克希尔公司公告，华泰研究

监管的边界

美国财险公司可以将浮存金投资于债券、股票、按揭贷款、房地产、基金及其他符合监管要求的资产。美国保险监管以偿付能力（RBC）为核心抓手，通过认可资产、偿付能力、流动性等监管要求间接对保险投资产生制约。各州监管当局 会设置集中度及部分资产类别的硬性限额。但总体而言给予了保险公司较大的投资自由度。

RBC 和中国的偿二代（CROSS）在理论框架上异曲同工，都是全面衡量保险公司面临的各项风险，计算相应的风险资本最低要求，对比可用资本（美国叫法定盈余），来判断偿付能力水平。但两者在具体计算和指标选取上存在差异。美国保险公司经营的最高导向是满足 RBC 要求，涉及到业务开展、投资、分红等方方面面。

在计算可用资本或者法定盈余的时候，只有符合监管认可条件的资产才能计入认可资产。不符合规定、估值可靠性不足的资产，可能被列为非认可资产并直接从监管资本中扣除。所以保险公司的投资一旦不被计入认可资产，偿付能力就会受到影响，但并不是直接限制保险公司不能投资这类资产。股票、低评级债券等风险资产发生价格下跌时，也会减少认可资产和法定盈余，削弱保险公司吸收赔付损失的资本缓冲。

RBC 根据不同资产的信用风险、市场风险和集中度风险计算所需资本，风险越高的投资通常占用越多资本。因此，即使某类资产没有明确的统一配置比例上限，保险公司也不能无限配置。如果风险资产过多，导致 RBC 比率下降，或者在股市下跌、巨灾赔付等压力情景下资本和流动性不足，监管机构可要求其补充资本、调整投资组合或限制分红。

各州法律会设置投资集中度和大类资产配比上限。以 NICO 所在州 Nebraska 为例，典型量化约束包括：

- 集中度要求：对单一主体的投资一般不超过认可资产的 5%；
- 债务工具投资比例上限： 保险公司持有的 SVO 3-6 级债务工具合计不得超过认可资产 15%；其中 SVO 4、5、6 级分别不得超过 4%、2%和 1%；
- 境外投资合计不超过认可资产的 25%。对于股票投资，法律规定，寿险公司不得超过其保单持有人盈余的 100%或其认可资产的 20%中较高者，但对于财险公司的股票投资上限并未做出明确约束。

仅供内部参考，请勿外传

- 投资非保险子公司，原则上不得超过资产 5%与法定盈余 50%中的较低者；超过需监管局长批准。
- 对于房地产按揭贷款、直接房地产投资、投资信托/基金、衍生品等也有相应配置比例上限要求。

伯克希尔能够参与并推动所在地保险投资规则的调整。例如，2023 年其曾参与推动取消股票投资中“被投公司留存收益不得低于 100 万美元”的限制。2023 年 1 月 31 日，内布拉斯加州（ NICO 注册地）议会的银行、商业与保险委员会就 LB536 举行听证。该法案拟删除保险公司股票投资中“被投公司留存收益不得低于 100 万美元”的限制。NICO 助理总法律顾问 Brennan Neville 代表 NICO、约 25 家在内布拉斯加州注册的关联保险公司及伯克希尔哈撒韦出席并表示支持。Neville 以苹果为例指出，受大规模股票回购和分红影响，苹果 2022 财年末留存收益为负，但其投资价值并未因此削弱，却不符合当时的保险股票投资要求。LB536 随后被并入 LB92 并最终获州长批准，相关留存收益限制由此正式从内布拉斯加州保险投资法规中删除。

仅供内部参考，请勿外传

为什么财产险受青睐？

财产保险对巴菲特提供了两种价值：一是经营过程中的准备金负债（浮存金）可以用来投资，巴菲特将其和递延所得税负债均视作长期稳定的优质杠杆资金来源；二是保险业务自身可以产生经营性利润（承保利润），相当于融资成本为负，进一步增添了吸引力。对于具备这样双重优势的商业模式，巴菲特很早就予以高度关注。1970 年代，巴菲特投资了一家叫做蓝筹印花（Blue Chip Stamps）的公司，与保险业务类似，同时提供了经营性利润和经营性现金流。商家如超市、加油站事先购买印花，并赠送给购物的消费者，消费者以此再向蓝筹印花公司兑换商品奖励，这个过程中有大量资金留存在蓝筹印花公司账上。巴菲特对喜诗糖果的标志性收购就是利用蓝筹印花公司的现金流。

保险业不论是规模还是护城河，都远优于印花业务，因此受到巴菲特青睐顺理成章。巴菲特终生对保险业都非常感兴趣，不断收购新公司，持续扩大保险版图。但巴菲特的兴趣仅限于财产险行业，对于寿险则敬而远之。他认为寿险业的负债是有成本的，不像财产险负债本身就能贡献收益（承保利润）。而且寿险的长期属性使得资产负债匹配挑战极高，长期不确定风险较高，不像财产险简单易懂，有再大的风险在短期内也能出清完毕。

“浮存金”杠杆效应

巴菲特把保险准备金称作浮存金（float），视为一种源源不断始终存在的周转资金。这种资金来源于业务过程，属于负债，但可以为公司所用。巴菲特称浮存金是“我们持有但不拥有的钱”（伯克希尔 1996 年报），坚持从投资而非负债视角看待这笔钱是巴菲特与其他保险经营管理者最大的不同。他甚至认为会计准则在计算净资产的时候把准备金按照账面价值扣除是错误的，因为这笔钱长期滚动存在且没有成本，保险公司并不会真的把这笔钱赔出去，因此负债的实际值大大低于其账面价值（2011 年致股东的信）。

从保险经营的视角看，巴菲特对浮存金的这一理解也需要结合一定的前提条件来看。虽然对于经营稳定、业务持续扩张的保险公司而言，浮存金可以长期留存在体系内，并形成较为稳定的可投资资金，但其本质仍然是对保单持有人的负债，不能因为永远存在就忽略掉“这是别人的钱”。庞氏骗局是用后来者的现金流维持系统的运转，一旦现金流停止就会崩盘，这是历史上金融危机最主要的诱因之一。而稳健经营的前提就是即便现金流停止，客户的利益也不会受损，这也是所有金融监管制度的立足点和出发点。

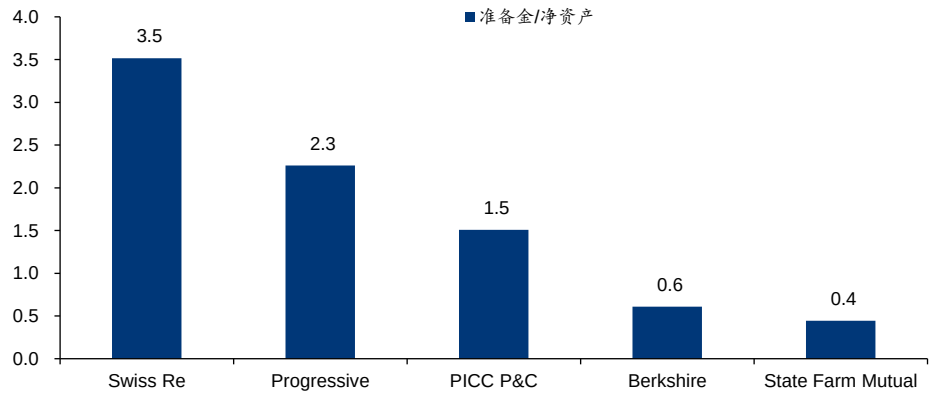
上述说法只是巴菲特对“浮存金”喜爱之情的一种极致表现，他从没有糊涂到真的跨过这条线。历史上有很多保险经营者犯过这种错误，但不包括巴菲特。我们认为他想表达的意思是，只要业务一直开展下去，这笔浮存金就一直存在甚至不断变大，还不用付财务成本，就好像不是负债一样。不仅没有财务成本，如果考虑到承保利润，甚至就是负成本，客户不仅给了保险公司钱，还付了“管理费”，这样的负债是很好的杠杆，提供了可投资的资金却没有债务的任何弊端（伯克希尔 1997 年报）。

这样的表述是完全从投资视角出发对保险资产负债的重新解释。解释角度不分对错，保险经营者可以从负债视角解释，巴菲特自然可以从资产角度解释，对错的分别在于是否真的脱离了保险的基本原则，比如承保亏损、杠杆太高、高风险投资等等。实际上，巴菲特表现得比绝大部分保险业经营管理者更为谨慎。他始终重视承保盈利，强调如果承保出现亏损，就意味着浮存金有成本了（1997 致股东信），伯克希尔保险板块长期看也取得了持续的承保利润。巴菲特对杠杆非常警惕，伯克希尔保险板块的杠杆水平远低于行业水平。所以关于“浮存金”的表述只是巴菲特从投资视角对保险负债的重新解读，他在实际经营中严格甚至过度严格地遵循了稳健原则。

仅供内部参考，请勿外传

对于这样良好的杠杆资金来源，巴菲特使用得非常克制。2025 年伯克希尔保险板块准备金占净资产比例 57%，远低于全球的财产保险/再保险同业。巴菲特很厌恶高杠杆，认为这是拿股东的钱在赌博。如果说巴菲特把浮存金看作是永远免费且不用偿还的负债，是从投资视角对保险资产负债做出的偏激进的解读；那么较低的杠杆水平就体现了他从股东视角对保险资产负债偏保守的理解。所以完整看待巴菲特对于保险浮存金的解读，应该说是从股东风险收益最大化出发，有限度地加一些最优质的杠杆，即便浮存金是好的杠杆，但也不能多加。在与其他大型财产保险公司对比时，仅相互制的 State Farm 因没有资本回报压力，杠杆水平才能与伯克希尔相提并论。

图表36：伯克希尔保险杠杆水平同业比较（2025）

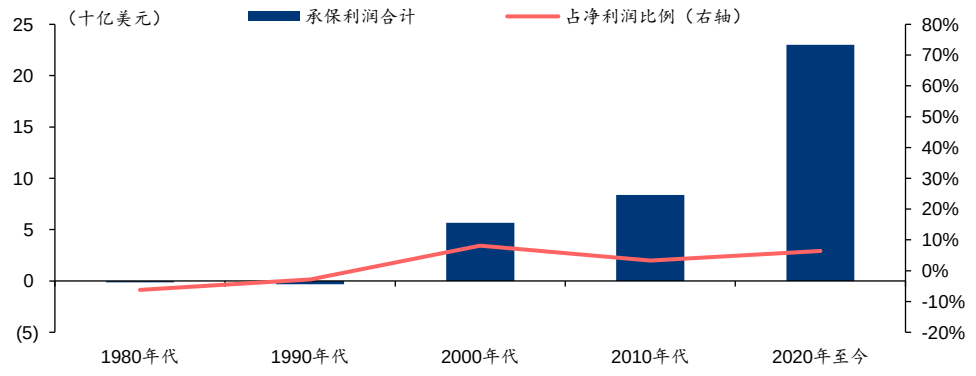


资料来源：各公司公告，华泰研究

承保利润=负成本

拉长周期看，伯克希尔保险板块持续贡献承保利润。承保利润是保费扣除赔付和费用之后的利润，是在不考虑资产收益的情况下，仅靠承担风险赚到的利润。巴菲特把这些利润看作是负债的负成本，客户不仅把资金存放在保险公司，而且还付了“管理费”。2000 年之前，伯克希尔的承保利润并不理想，处于承保微亏的状态。步入 2000 年后，随着 GEICO 业务推进和再保险业务强化管理，公司承保表现转好，2000-2025 年平均贡献净利润的 5%。

图表37：伯克希尔保险业务承保利润及占利润比例



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

总体看伯克希尔保险在上个世纪的承保表现并不亮眼，累积形成承保亏损，我们认为有市场竞争、管理失误和并购三方面原因。1980 年代美国处于高利率时期，10 年期国债利率在 7%甚至两位数以上，投资收益强劲，财产保险行业产能扩张。巴菲特认为保险产品本质上具有较强的同质化特征，且行业产能扩张门槛较低，因此行业容易出现产能过剩，并陷入激烈的价格竞争，“只需要资本，再加上核保人愿意签字，产能几乎可以瞬间创造出来”（1982 年股东信）。激烈竞争导致承保端在 1982~1992 年连续录得承保亏损。

仅供内部参考，请勿外传

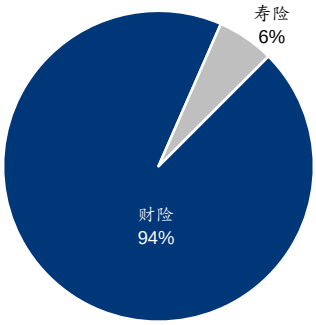
从公司自身来看，巴菲特也坦承此前在保险业务经营和人员管理方面犯过错误，“几年前我犯了一些严重的错误，如今这些错误终于显现了后果”（1983 年股东信）。公司此前计提的准备金并不充足，通货膨胀、司法判赔金额上升以及法院不断扩大保险责任范围，使实际赔付显著高于原先估计。由于保险业务、特别是长尾责任险和再保险的最终赔付具有较长滞后期，这些前期决策失误往往要数年后才逐步暴露。例如，1984 年的承保亏损中就有相当一部分并非来自当年业务，而是对 1983 年及以前业务损失估计的进一步上调。

1990 年代美国利率走低，10 年期国债利率由 7%左右逐渐降至 5%左右。伯克希尔强化管理，保险板块从 1993 年开始持续承保盈利。直到 1999 年，由于承保表现不佳的 General Re 并表，公司产生大额承保亏损，拉低了 20 世纪 90 年代的承保利润。经过几年的整顿，General Re 于 2006 年开始持续贡献承保利润。

为什么不看好寿险？

伯克希尔拥有世界上最大的保险业务，却高度集中在财产险领域，仅通过再保险承接了一些寿险业务，比例也不大，可以说巴菲特的保险板块几乎完全回避了寿险业务。2025 年伯克希尔的人身险已赚净保费约为 52.7 亿美元，与财险的 836.3 亿美元相比规模较小，而且人身险已赚净保费绝大部分为再保险保费。人身险再保险主要由 General Re 和 BHLN 来承保。General Re 主要负责全球各类寿险健康险再保险，覆盖寿险、失能险、补充健康险、重大疾病险、长期护理险风险。BHLN 及其关联公司承保多种传统寿险风险的再保险业务，同时还对部分已进入存量管理阶段的变额年金封闭业务组合提供再保险，承接其中的最低死亡给付保证、最低收入保证及其他类似风险。

图表38：伯克希尔保险板块已赚净保费结构（2025）



资料来源：伯克希尔公司公告，华泰研究

巴菲特看重保险负债作为投资资金来源，但他却对资金量大的寿险业务敬而远之，与很多人看重寿险投资的认识恰恰相反。市场的主流看法是寿险业更像投资机构，因为寿险业务多为长期业务，容易在保险公司资产负债表上积累大量资金，投资色彩更浓厚，欧美很多寿险公司逐渐都转型成了“寿险+资管”的混合体，相比而言财产险业务更强调承保表现。我们认为巴菲特回避寿险业务的主要原因在于寿险负债是带有成本的，不属于优质杠杆资金来源。

前面解释了财产险准备金之所以是优质杠杆，一是因为可以长期存续，二是因为有承保利润的情况下成本为负。寿险业务当然也可以长期存续，但其准备金有财务成本，寿险产品有隐含的投资回报。从客户视角看，寿险产品通常有一定的保证投资回报水平，此外还可能有一部分弹性的投资回报。从巴菲特的投资视角看，这些都是杠杆的财务成本。巴菲特对杠杆本就抵触，有成本的杠杆自然就不是“好”杠杆了，而是一笔有息贷款。在 2009 年 5 月 5 日 Insurance Journal 的采访中，巴菲特表示“如果你买一份保单，你（投保人）能得到上涨的好处，同时他们还保证你总能拿回保费。从保险公司的角度来看，这简直是毒药”（《Berkshire's Buffett: Life Insurers Took 'Crazy' Financial Risks》）。可见负债端对客户仅提供保本承诺，对于巴菲特而言就已经太昂贵了，更不要说提供回报承诺了。

仅供内部参考，请勿外传

伯克希尔偶尔会通过再保险承接一些寿险年金的清算管理业务，巴菲特表示“绝不会假设其长期投资回报能明显优于无风险利率”（2012 年股东大会）。可见巴菲特对于寿险投资收益的判断是以无风险利率为起点的，任何高于这个水平的回报要求都意味着承担了额外的风险，与巴菲特极其稳健的投资理念相悖。寿险业务能比财产险业务更快地积累资金，但从投资资金来源视角看，财务成本这一项就决定寿险杠杆质量弱于财产险。而且即便是好的杠杆，巴菲特也仅仅是适度参与，寿险业务能快速积累大量资金的特点对巴菲特并没有特殊的吸引力。这和许多寿险经营者对负债“多多益善”的态度截然不同。

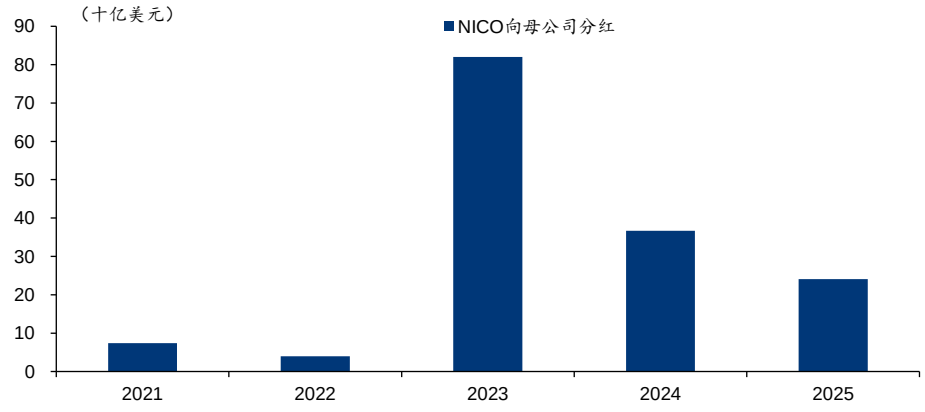
巴菲特也不认为伯克希尔能在寿险业务中取得竞争优势。2025 年 5 月 3 日股东大会中，伯克希尔保险业务负责人 Ajit Jain 表示寿险业务的销售需要比拼回报水平，迫使保险公司在投资端加大杠杆和承担更高的信用风险，这也违背了巴菲特保守追求绝对安全的投资理念。换句话说，就算伯克希尔进入寿险行业，巴菲特也不认为有竞争优势，他说伯克希尔无法与私募股权基金旗下的寿险公司竞争（Berkshire can't compete with private equity in life insurance）。

最后，寿险负债期限长，而且通常带有保证和退保选择权，因此资产端必须重视久期匹配和流动性，往往以固定收益为主。股票、私募资产和企业收购会消耗更多监管资本，也可能放大资产负债错配，所以寿险资金很难像财产险资金那样灵活配置。失去了投资的灵活性，获取寿险杠杆的意义就不大了。监管上对于寿险投资的限制也更多，比如内布拉斯加州规定，寿险公司的权益投资不得超过保单盈余（policyholders' surplus）的 100%或者合格资产（admitted assets）的 20%中的较高者。其他州或多或少也有类似限制。

保险板块的现金贡献

保险板块向集团的分红并不均匀。在伯克希尔内部，股票投资由保险板块承担，伯克希尔也不向股东分红，因此伯克希尔控股公司对现金的使用主要是进行并购投资和股票回购，这并不是每年都会产生的需求。保险板块对集团的分红主要由 NICO 完成，分红金额很不稳定。2023 年将对北美铁路网 BNSF 的持股移交给集团，导致当年分红金额达到 820 亿美元。2025 年 NICO 向上分红 240.6 亿美元，主要为短期国债，占保险板块向上分红的 83%，占集团收到分红的 55%。

图表39：NICO 向母公司的分红（包含现金、非现金）



资料来源：NICO 公司公告，华泰研究

伯克希尔的非保险并购通常由母公司统一决策，保险公司直接以自身名义经营并购标的的情况相对不典型。由母公司主导的并购，保险资金有时会参与和配合。比如 2016 年母公司收购航空器材公司 PCC，约$32.1bn 现金支出由母公司既有现金、全资子公司内部资金拆借以及$10bn 短期贷款共同支付，我们估计其中可能动用了保险资金。

仅供内部参考，请勿外传

保险子公司直接开展收购的案例也有，典型案例为 NICO 收购 BNSF，这也是为数不多集团向保险公司注资的案例。2010 年 NICO 收购 BNSF 剩余 77.5%股权时，支付约 265 亿美元，其中 159 亿美元为现金，其余是股票置换。伯克希尔控股公司发行了 80 亿美元债务，并连同一部分现金注资给 NICO，再由 NICO 作为现金出资方参与收购 BNSF。2023 年，NICO 将对 BNSF 的持股转移给伯克希尔控股公司。一般而言，来自子公司的股息及分配收入远大于向子公司的投资及垫款。(2022 年对子公司投资的增加，主要是因为当年收购 Alleghany 花费 11.5bn 美元。)

保险子公司内部也会进行注资。根据 2016 年 BHSI 法定财务报告，2013 年 12 月 27 日，BHSI 从母公司 NICO 收到一笔 32.54 亿美元注资，形式是非关联上市股票；扣除相关递延税负后，对保单持有人盈余的净增量为 30.20 亿美元。

保险公司向母公司支付股息受到严格约束。以内布拉斯加州为例，过去 12 个月累计股息超过上年末保单持有人盈余 10%与上年度净利润（对于财险）孰高者，即构成特别股息，需提前 30 日申报，并取得监管批准或等待监管期内不予否决；即使未超过该标准，股息也须来自赚取盈余，且支付后保险公司的资本盈余仍须充足。伯克希尔在 2025 年报中提到，2026 年，伯克希尔主要保险子公司在无需事先获得监管批准的情况下，可宣派约 330 亿美元的普通股息。

除了分红之外，保险子公司可以向集团或非保险板块以贷款的形式提供资金。最典型的是 NICO 和母公司之间的循环贷款安排：2024 年末 NICO 对 BHI 的贷款余额为 47.8 亿美元，2025 年 12 月由母公司以美国国库券及现金全部偿还；目前贷款额度最高为 200 亿美元。也就是说，NICO 可以直接将保险业务的资金贷给母公司，由母公司用于集团层面的资金安排。另一个案例是 NICO 直接向 Pilot 发放借款：2024 年 NICO 以 46.5 亿美元购买 Pilot Travel Centers 发行、利率 5.25%的 Payment Obligation，相当于由保险公司向集团内的能源零售业务提供长期融资。

巴菲特在利用保险公司作为收购和持股主体时，需要综合考虑交易对保险公司法定资本盈余、RBC、流动性以及监管投资额度的影响。美国保险监管以保障偿付能力和保单持有人利益为核心，但同时对资产类别、投资集中度、非保险子公司持股及关联交易等设置了直接限制。美国的监管制度并没有明文禁止保险资金用于全资收购，而是采用了一套极其保守的财务与流动性指标进行约束。

以 NICO 所在地内布拉斯加州为例，法律规定，对子公司（不含保险子公司）的投资不得超过总资产 5%与保单持有人盈余 50%孰低者，并且在投资后保险公司的保单持有人盈余仍与其负债及财务需求相适应；超过该额度须取得监管批准，并仍需满足盈余充足要求。在满足上述要求且收购后资本仍然充足的情况下，保险公司可以直接出资收购；如果交易对法定资本和偿付能力形成较大压力，伯克希尔母公司可以向保险公司注入现金、证券或其他资产提供资本支持。另外，内布拉斯加州法规中还提到集中度要求，保险公司依据《保险公司投资法》对任一主体的投资，不得超过该保险公司认可资产的 5%。

并购可能会影响保险公司的法定盈余（Statutory Surplus，即监管认可的资本金）。伯克希尔在年报中提到，某些资产（例如商誉以及保险子公司所持有的非保险实体）的账面价值在法定报表口径下不能得到充分确认。这意味着，保险公司花巨资全资收购一家实业企业后，这笔资产在计算保险公司的法定盈余时可能会被打折。并购投资和权益投资一样，会增加风险资本要求。即使投资没有立即减少法定盈余，也可能因风险资本要求上升而压低偿付能力比率。

之所以会动用保险资金进行并购，是因为保险板块的现金受限于监管，无法自由转移到集团层面。保险子公司向母公司分红受普通股息额度、特别股息审批、法定盈余和流动性要求等诸多监管限制。例如，2026 年伯克希尔主要保险子公司在无需事先获得监管批准的情况下，普通股息被限制在 330 亿美元以内。巴菲特在 2016 年度致股东信中明确提到，保险子公司持有的现金是一项非常有价值的资产，但对伯克希尔而言，其价值略低于母公司层面持有的现金，原因在于投资用途和向母公司分配均受限制。

仅供内部参考，请勿外传

启示与借鉴

保险资金“长钱长投”必须建立在足够厚的资本安全垫之上。伯克希尔通过长期持有高资本回报企业获取经营增长和复利增值，而不是与其他净值型金融产品比拼短期收益，这一点对保险资金具有较强借鉴意义。但其 56%的股票配置并不是一般保险公司可以直接复制的结果：2025 年伯克希尔保险板块总资产/净资产仅 1.8 倍，净资产高于保险准备金，同时持有超过 2100 亿美元现金及短期国库券，使其能够承受较大的权益市场波动而不影响偿付能力。也就是说，真正值得学习的是“以长期资本承担长期风险”，而不是简单提高股票比例。保险公司应根据资本实力、负债稳定性和流动性确定风险预算，在守住资产负债表安全边界的基础上适度提高长期权益配置，并通过拉长考核周期，把保险资金的期限优势转化为投资收益优势。

保险投资的起点不是资产端，而是能否持续获得高质量、低成本的负债。伯克希尔看重浮存金，但并没有把做大保费和准备金规模本身作为目标，其核心要求始终是保险业务首先能够独立创造价值。承保盈利意味着客户不仅提供了可投资资金，保险公司还能够从承担风险本身获得利润，此时浮存金才真正成为低成本甚至负成本的资金来源；反过来，如果依靠激进定价扩大规模、再寄希望于投资收益弥补承保亏损，浮存金的价值就会明显下降。GEICO 近年主动提价、减少营销投入，即使牺牲保单数量和保费增长也优先修复承保盈利，就是这一理念的体现。对保险公司而言，负债端的价值不在于“多”，而在于成本低、稳定性强且风险可控；尤其对于寿险，保证收益本身就是负债成本，因此降低保证成本、改善产品结构和提高负债质量，可能比单纯追求规模增长更加重要。

风险提示

保费增速大幅放缓：激烈的市场竞争可能导致车险和非车险保费增速放缓。

承保表现大幅恶化：可能的自然灾害或导致车险/非车险赔付增加，承保表现恶化。

投资表现严重恶化：股票市场大幅波动、核心重仓股基本面恶化或估值下行，可能导致股票投资公允价值下降及投资收益波动。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，李健、于明汇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健、于明汇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券 /衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

仅供内部参考，请勿外传

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司