

2025 年 07 月 28 日

纯财险标的，龙头优势稳固，增长潜力可期

中国财险（2328.HK）

主要观点：

► 财险龙头地位稳固。

中国财险作为国内最大财产险公司，市占率持续领跑行业。2024 年公司保费收入市占率达 37.5%（显著高于平安产险 22.5%、太保财险 14.0%），净利润占行业比例高达 47.3%，规模优势显著。其核心竞争力源于：1）持续承保盈利：近 15 年综合成本率稳定低于 100%（2024 年为 96.8%），显著优于中小险企（行业综合成本率中位数 102.8%）。2）费用管控卓越：规模效应下综合费用率较中小公司低约 7 个百分点，直销渠道占比持续提升有效降低销售成本。3）股东背景强大：财政部通过中国人保持股 68.98%，国资背书赋予长期资源支持与政策协同优势。

► 车险业务优势突出。

车险业务（占比 55%）构成公司盈利基石，2024 年贡献承保利润 92.85 亿元，核心优势在于：1）精细化运营能力：家自车保费占比 74.3%，续保率 77.8%，优质客群降低赔付风险。直销渠道占比行业第一（31.3%），压缩中间成本。2）新能源车险领先同业：2024 年新能源车承保量达 1159 万辆（+57.3%），保费收入 509 亿元（+58.7%）。基于出色的车险管理水平，2023 年公司新能源车商业险综合成本率优于行业 2-3pp。目标 2025 年实现综合成本率≤100%，通过优化定价能力、全流程经营能力提升、创新产品开发，有望率先突破行业亏损困局。3）政策红利释放：非车险“报行合一”政策落地（类似车险改革），有望推动费用率再降 1 个百分点，或将进一步巩固龙头定价权。

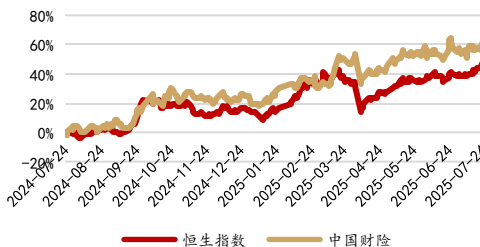
► 非车险业务蓄势待发。

非车险业务（占比 45%）为公司增长引擎，2024 年保费收入 2407 亿元（近 6 年 CAGR 10.9%）。尽管短期承保亏损 35.72 亿元，但结构性优化正在进行：1）两大盈利险种支撑：意健险（占比 42%）连续两年承保盈利（2024 年利润 2.42 亿元），农险（占比 23%）2024 年盈利 1.58 亿元。2）政策驱动空间广阔：农险受益三大主粮完全成本保险政策扩容，2022 年市场份额达 42.7%。责任险（占比 16%）随安全生产险、政府救助险需求上升，规模潜力大。3）行业格局优化：非车险行业 58%份额由“老三家”占据，叠加未来非车险“报行合一”的落地，头部企业集中度提升趋势明确。

► 投资端韧性凸显，分红回报稳定。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	16.50
股票代码：	2328.HK
52 周最高价/最低价(港元)：	16.78/9.66
总市值(亿港元)	3,670.06
自由流通市值(亿港元)	1,138.38
自由流通股数(百万)	4,599.53



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

投资端韧性凸显：2024 年总投资收益率 5.2%，固收资产占比 60.2%，波动率低于同业。权益配置占比 25.1%（含股票、基金及其他权益），受益资本市场回暖。

分红回报稳定：2011-2024 年分红 CAGR 达 12.8%，年均分红率 36.5%，2024 年每股股利 0.54 元。

投资建议

中国财险凭借车险成本管控壁垒、新能源车险领先优势、非车险政策弹性，有望持续领跑行业。我们预计公司 2025-2027 年保险服务收入分别为 5,083/ 5,334/ 5,603 亿元；2025-2027 年归母净利润分别为 383/ 414/ 449 亿元；对应 EPS 分别为 1.72/ 1.86/ 2.02 元/股。2025 年 7 月 28 日收盘价 16.3 港元（按汇率 1 港元=0.91 人民币元）对应 PB 分别为 1.22/ 1.15/ 1.09 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

大灾超预期；新车销售不及预期；利率下行风险；权益市场大幅波动风险；监管趋严风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入(百万元)	457,203	485,223	508,319	533,369	560,344
YoY	7.7%	6.1%	4.8%	4.9%	5.1%
归母净利润(百万元)	24,585	32,173	38,273	41,431	44,852
YoY	-15.6%	30.9%	19.0%	8.3%	8.3%
每股净资产(元)	10.40	11.60	12.29	13.02	13.80
每股收益(元)	1.11	1.45	1.72	1.86	2.02
市净率	1.44	1.29	1.22	1.15	1.09
市盈率	13.58	10.38	8.73	8.06	7.45

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 国内财险龙头	5
1.1. 公司保费和盈利稳居行业第一	5
1.2. 国资背景强大，股东结构稳定	7
1.3. 利润结构清晰，承保与投资双轮驱动	7
1.4. 偿付能力充足，分红保持稳定	8
2. 业务：财险稳健发展，投资具备韧性	9
2.1. 承保端：车险优势突出，非车险潜力较大	9
2.2. 投资端：规模稳步增长，收益波动较小	15
3. 盈利预测与投资建议	16
4. 风险提示	18

图表目录

图 1 中国财险保费收入市占率第一	5
图 2 中国财险净利润市占率第一	5
图 3 不同规模财险公司综合成本率对比	6
图 4 不同规模财险公司综合赔付率和费用率对比	6
图 5 老三家财险公司及行业综合成本率对比	6
图 6 老三家财险公司及行业综合赔付率对比	6
图 7 老三家财险公司及行业综合费用率对比	6
图 8 中国财险股权结构（截至 2024 年末）	7
图 9 老三家财险经营模型	8
图 10 中国财险归母净利润构成（百万元）	8
图 11 中国财险承保 ROE 和投资 ROE	8
图 12 中国财险偿付能力充足率远高于监管要求	9
图 13 中国财险分红率	9
图 14 中国财险每股股利（元）及增速	9
图 15 公司车险原保费收入规模（亿元）及增速	10
图 16 公司车险保费占比	10
图 17 公司车险承保利润（亿元）及增速	10
图 18 公司承保利润构成（百万元）	10
图 19 车险市场格局稳定，公司车险保费规模领先	11
图 20 老三家车险综合成本率对比	11
图 21 老三家车险综合赔付率对比	11
图 22 老三家车险综合费用率对比	11
图 23 中国财险家自车保费占比和续保率	11
图 24 老三家财险业务直销渠道保费占比	11
图 25 我国新能源汽车保有量（万辆）及占比	12
图 26 我国新能源汽车年销量（万辆）及增速	12
图 27 我国车险保费及新能源车险保费（亿元）	13
图 28 公司新能源汽车保险业务快速发展	13
图 29 公司非车险原保费收入及增速（亿元）	13
图 30 公司非车险业务各险种承保利润（亿元）	13
图 31 公司非车险业务各险种保费收入占比	14
图 32 公司非车险业务各险种综合成本率	14
图 33 公司非车险业务各险种综合赔付率	14
图 34 公司非车险业务各险种综合费用率	14

图 35 我国非车险行业原保费收入快速增长（亿元）	15
图 36 2024 年我国非车险行业竞争格局.....	15
图 37 中国财险投资资产规模及增速（亿元）	16
图 38 中国财险投资资产结构（按投资对象分）	16
图 39 中国财险投资资产结构（按会计计量分）	16
图 40 老三家总投资收益率	16
图 41 中国财险近 10 年 PB 水平（倍）	18
表 1 中国财险核心指标预测	17
表 2 可比公司估值表（PB）	17

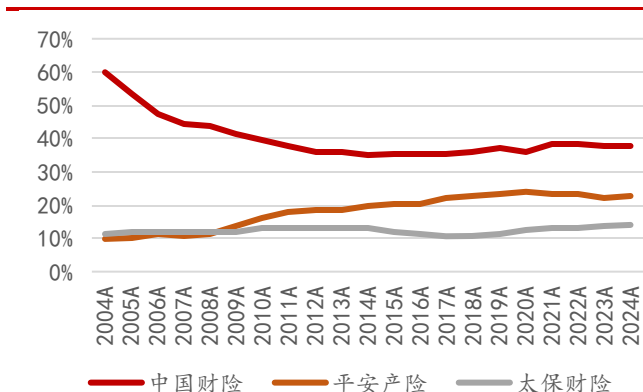
1. 国内财险龙头

1.1. 公司保费和盈利稳居行业第一

中国人民财产保险股份有限公司（简称“中国财险”或“人保财险”）的前身是1949年10月1日成立的中国人民保险公司，总部设在北京，是中国人民保险集团股份有限公司的核心子公司，是国内历史悠久、业务规模大、综合实力强的大型国有财产保险公司。2003年11月6日中国财险在中国香港联交所主板挂牌上市（股票代码2328.HK）。

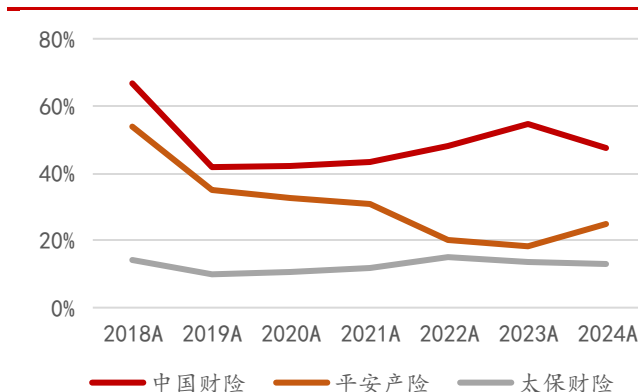
国内财险龙头地位稳固。无论是从收入还是净利润规模来看，中国财险均处于国内财险行业领先地位。保费收入方面，截至2024年末，中国财险市占率达37.5%，显著领先平安产险（22.5%）和太保财险（14.0%）。净利润方面，2024年中国财险净利润占行业总净利润比例达47.3%，远超平安产险（25%）和太保产险（12.7%）的比例之和。

图1 中国财险保费收入市占率第一



资料来源：Wind，华西证券研究所（市占率按照“公司原保费收入/财产险行业原保费收入”计算得来）

图2 中国财险净利润市占率第一



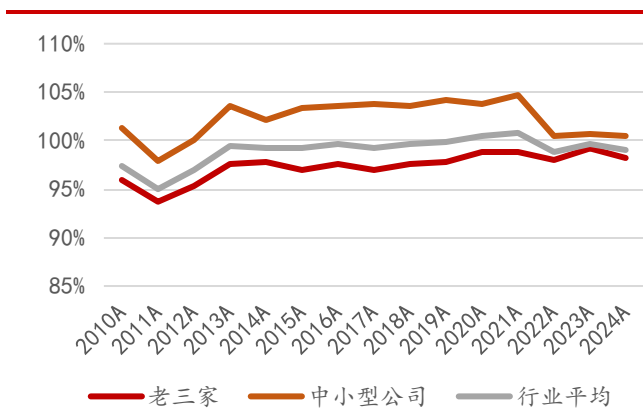
资料来源：13个精算师，华西证券研究所

公司承保盈利持续领先，规模及品牌优势突出。根据13个精算师，2024年行业83家财险公司综合成本率的中位数102.8%（简单平均值为109.4%，加权平均值为99.0%），其中仅25家公司（占比约32%）综合成本率低于100%，实现承保盈利。

对比老三家财险公司和中小型财险公司，近15年（2010-2024年，下同）以来，中小型公司综合成本率平均高出老三家4.9个百分点。2024年老三家平均综合成本率为98.2%，中小型公司综合成本率依然破百，为承保亏损。拆分来看，相比综合赔付率指标的差异而言，老三家与中小型财险公司的差异主要体现在综合费用率上。近15年来，中小型公司综合费用率平均高出老三家7个百分点左右。由此可见，大型财险公司在实现费用和承保利润上具有显著规模优势。

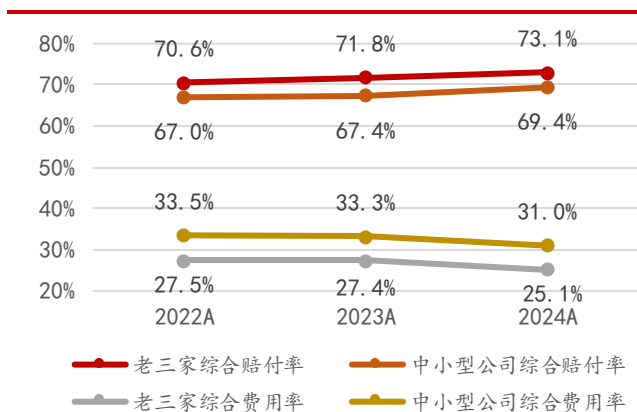
对比“老三家”财险公司中其他头部两家，近15年来看，中国财险综合成本率始终保持在100%以下，持续实现承保盈利，而其他两家综合成本率在不同年份出现破百，为承保亏损。拆分来看，中国财险的综合赔付率相对较高，综合费用率则显著优于其他两家头部险企，主要归因于公司更强的规模优势和品牌优势。

图3 不同规模财险公司综合成本率对比



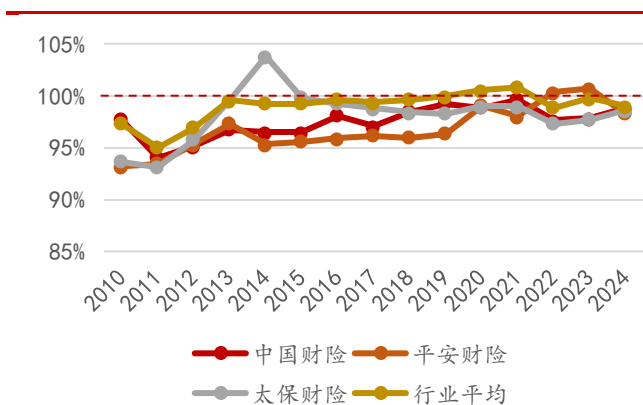
资料来源：13个精算师，华西证券研究所

图4 不同规模财险公司综合赔付率和费用率对比



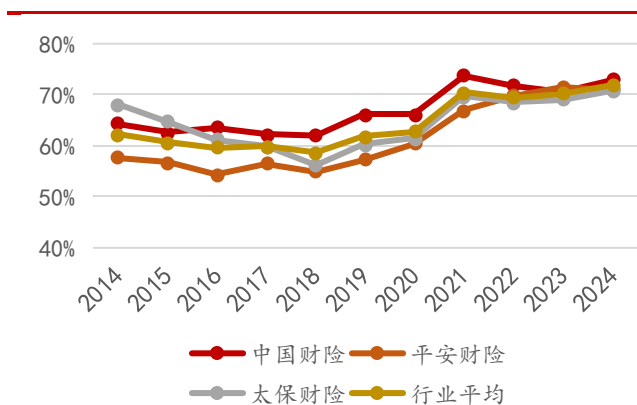
资料来源：13个精算师，华西证券研究所

图5 老三家财险公司及行业综合成本率对比



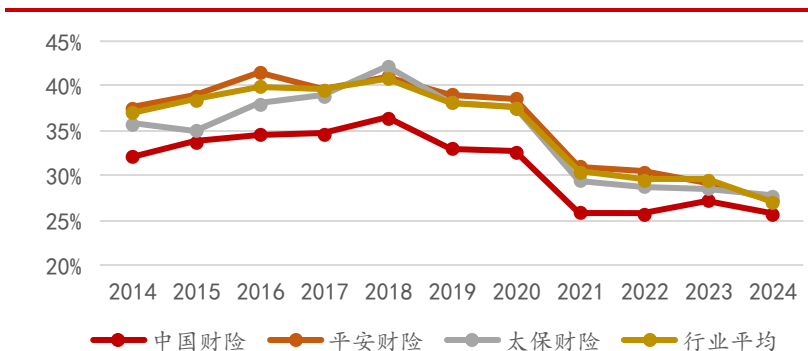
资料来源：各公司年报，13个精算师，华西证券研究所

图6 老三家财险公司及行业综合赔付率对比



资料来源：各公司年报，13个精算师，华西证券研究所

图7 老三家财险公司及行业综合费用率对比

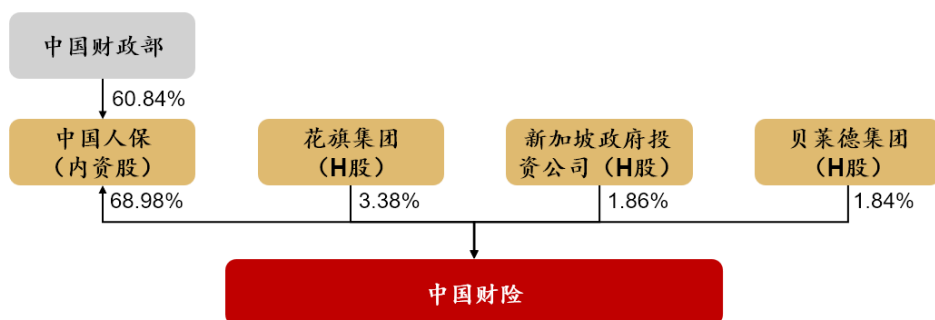


资料来源：各公司年报，13个精算师，华西证券研究所

1.2. 国资背景强大，股东结构稳定

截至 2024 年末，公司前四大股东为中国人保、花旗集团、新加坡政府投资公司、贝莱德集团，分别持股 68.98%、3.38%、1.86%、1.84%，合计持股比例达 76.06%。其中，中国人保始终为公司第一大股东兼控股股东，持股数量远超其他股东，且持股比例保持稳定，自 2003 年 11 月上市以来均持股 69% 左右。中国财政部持有中国人保 60.84% 的股份，为中国财险的实际控制人。

图 8 中国财险股权结构（截至 2024 年末）



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3. 利润结构清晰，承保与投资双轮驱动

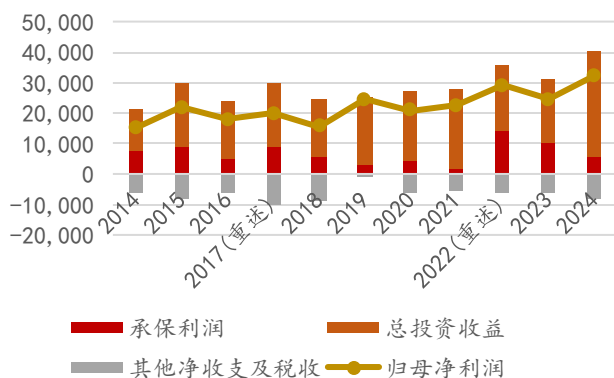
财险盈利模式简单清晰，主要由承保和投资两部分组成，其中投资贡献主要利润。具体来看，ROE 可以分解为承保 ROE、投资 ROE 和其他净收支率，其中承保 ROE 由承保利润率和承保杠杆（=保险服务收入/归母净资产）所决定，投资 ROE 由投资收益率和投资杠杆（=投资资产/归母净资产）所决定。以 2024 年中国财险经营情况来看，公司归母净利润 321.73 亿元，同比+30.9%；ROE 为 12.5%，同比+1.9pp。拆分来看，承保方面，2024 年承保利润 57.13 亿元，同比-43.9%；承保利润率为 1.2%，同比-1.1pp，承保杠杆为 1.88，同比-0.1 个单位，计算得到承保 ROE 为 2.2%，同比-2.2pp；投资方面，2024 年总投资收益 349.37 亿元，同比+67.9%；投资收益率 5.2%，同比+1.7pp，投资杠杆 2.62，同比基本持平，计算得到投资 ROE 为 13.5%，同比+4.6pp。整体来看，历年三家头部财险公司投资 ROE 均远超承保 ROE。横向对比来看，2024 年中国财险 ROE 最高，主要系公司总投资收益率（及投资 ROE）表现优于其他两家险企。

图9 老三家财险经营模型

(百万元人民币)	中国财险			太保产险			平安财险		
	2022(重述)	2023	2024	2022(重述)	2023	2024	2022(重述)	2023	2024
归母净资产 A	218,713	231,420	257,924	51,613	55,211	63,379	118,337	125,217	136,473
YoY		5.8%	11.5%		7.0%	14.8%		5.8%	9.0%
承保									
保险服务收入 B	424,355	457,203	485,223	158,483	177,128	191,397	294,222	313,458	328,146
YoY		7.7%	6.1%		11.8%	8.1%		6.5%	4.7%
承保杠杆 C=B/A	1.94	1.98	1.88	3.07	3.21	3.02	2.49	2.50	2.40
承保利润率 D	3.4%	2.2%	1.2%	3.1%	2.3%	1.4%	0.4%	-0.7%	1.7%
承保利润 E=B*D	14,364	10,189	5,713	4,908	4,140	2,672	1,082	-2,083	5,463
YoY		-29.1%	-43.9%		-15.6%	-35.5%			
投资									
投资资产 F	576,019	600,711	676,512	117,768	168,764	185,817	386,449	429,166	473,284
YoY		4.3%	12.6%		43.3%	10.1%		11.1%	10.3%
投资杠杆 G=F/A	2.63	2.60	2.62	2.28	3.06	2.93	3.27	3.43	3.47
总投资收益 H	21,156	20,807	34,937	6,411	4,780	7,554	10,014	12,316	16,125
总投资收益率 I=H/F	3.7%	3.5%	5.2%	5.4%	2.8%	4.1%	2.6%	2.9%	3.4%
利润									
其他 J	-1,500	-2,961	-2,635	-863	-899	-1,089	-1,218	-1,415	-3,107
税前利润 K=E+H+J	34,020	28,035	38,015	10,456	8,021	9,137	9,878	8,818	18,481
所得税 L	-4,912	-3,469	-5,854	-2,269	-1,446	-1,761	234	140	-3,460
实际税率 N=L/K	14.4%	12.4%	15.4%	21.7%	18.0%	19.3%	-2.4%	-1.6%	18.7%
归母净利润 M	29,163	24,585	32,173	8,204	6,617	7,496	10,112	8,958	15,021
YoY		-15.7%	30.9%		-19.3%	13.3%		-11.4%	67.7%
ROE = M/A	13.3%	10.6%	12.5%	15.9%	12.0%	11.8%	8.5%	7.2%	11.0%
ROE(剔除其他)	14.2%	11.9%	13.7%	18.0%	13.7%	13.5%	9.6%	8.3%	13.3%
$= (C*D + G*I) * (1 + N)$									
承保ROE = C*D=E/A	6.6%	4.4%	2.2%	9.5%	7.5%	4.2%	0.9%	-1.7%	4.0%
投资ROE = G*I=H/A	9.7%	9.0%	13.5%	12.4%	8.7%	11.9%	8.5%	9.8%	11.8%

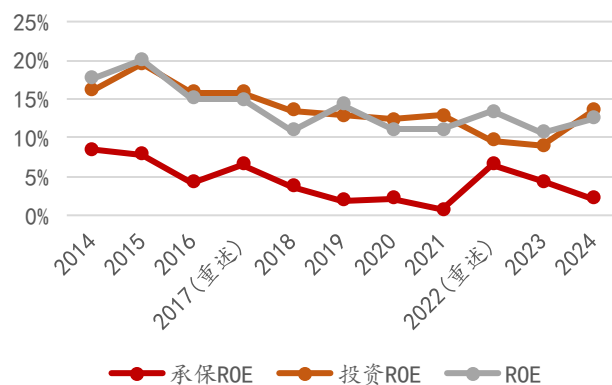
资料来源：公司 2022-2024 年报，Wind，华西证券研究所（注：本表中归母净资产均为年末值）

图10 中国财险归母净利润构成（百万元）



资料来源：公司 2014-2024 年年报，华西证券研究所

图11 中国财险承保 ROE 和投资 ROE



资料来源：公司 2014-2024 年年报，华西证券研究所

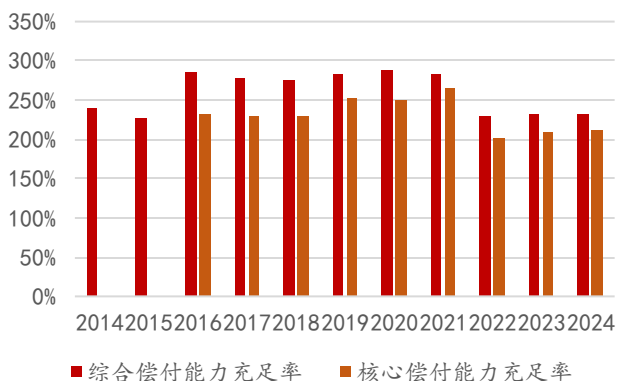
1.4.偿付能力充足，分红保持稳定

公司偿付能力充足。2014年以来，中国财险偿付能力充足率均保持在200%以上，远高于监管要求水平。2024年，公司综合偿付能力充足率达232.6%，同比+0.2pp，远高于监管标准（150%）；核心偿付能力充足率达211.0%，同比+2.3pp，

远高于监管标准（50%）。充足的偿付能力给予公司灵活的业务经营空间和持续稳定分红的保障。

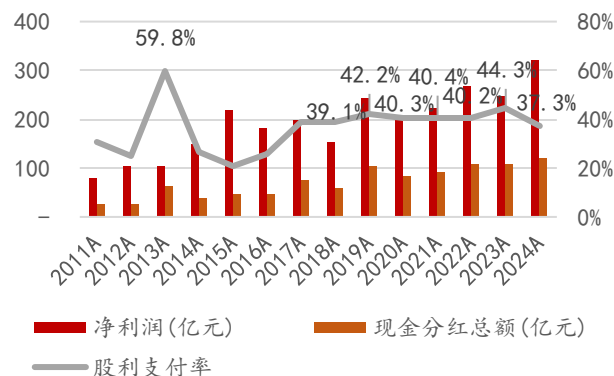
重视股东回报，分红策略延续性较强。公司利润分配重视对投资者的合理回报，维持较高的分红率，2011-2024 年公司现金分红从 24.95 亿元增长至 120.12 亿元（CAGR=12.8%），每股股利从 0.22 元增长至 0.54 元（CAGR=7.2%），年均股利支付率（即分红率）平均值达 36.5%。

图 12 中国财险偿付能力充足率远高于监管要求



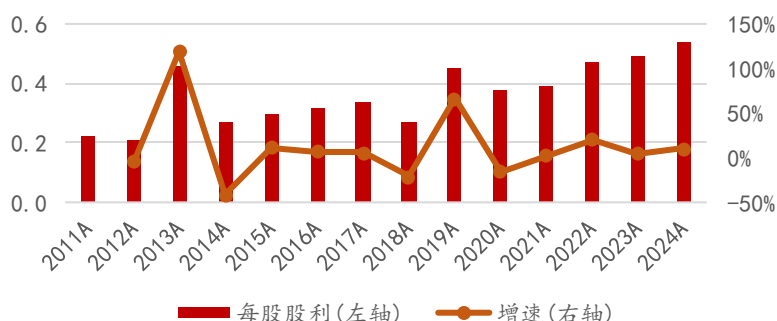
资料来源：公司 2014-2024 年年报，华西证券研究所

图 13 中国财险分红率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 中国财险每股股利（元）及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 业务：财险稳健发展，投资具备韧性

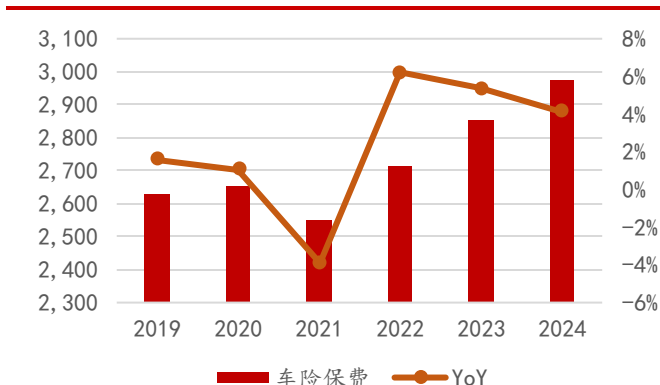
2.1. 承保端：车险优势突出，非车险潜力较大

2.1.1. 车险业务：保费和承保盈利均保持行业绝对领先

车险为中国财险基本盘。从财险业务原保费收入来看，公司车险原保费收入在财险总保费中占据半壁江山，2024 年人保车险原保费收入达 2,974 亿元，同比+4.1%，占财险总保费的 55%。从财险业务承保利润来看，公司车险为财险业务盈利基本盘，

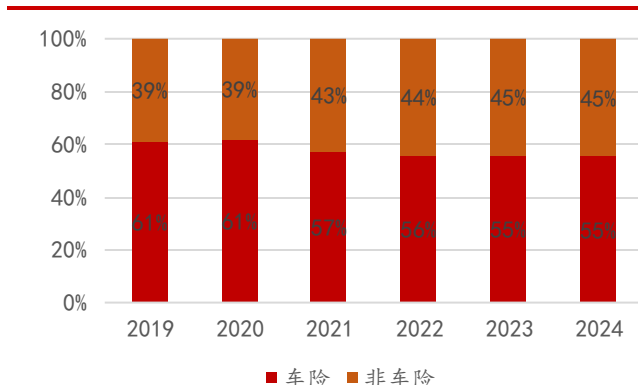
2024 年车险承保利润 92.85 亿元，在覆盖非车险的承保亏损 35.72 亿元的基础上，拉动公司财险业务保持承保盈利。

图 15 公司车险原保费收入规模（亿元）及增速



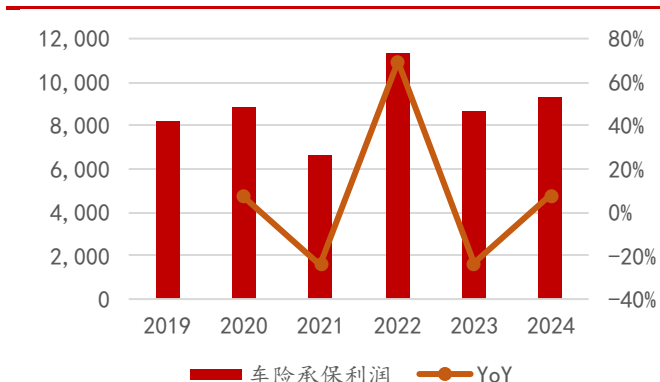
资料来源：中国人保 2019-2024 年保费公告，华西证券研究所

图 16 公司车险保费占比



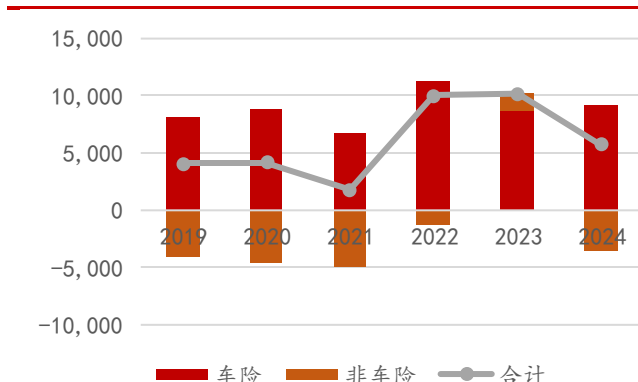
资料来源：中国人保 2019-2024 年保费公告，华西证券研究所

图 17 公司车险承保利润（亿元）及增速



资料来源：公司 2019-2024 年年报，华西证券研究所

图 18 公司承保利润构成（百万元）



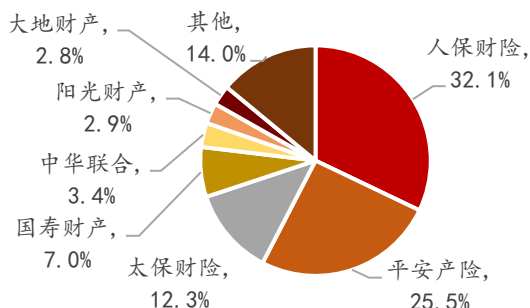
资料来源：公司 2019-2024 年年报，华西证券研究所

公司车险优势领先。中国财险的车险业务在规模和盈利上均占据领先优势，保费规模方面，车险市场竞争格局较为稳定，“老三家”成立时间最久、分支机构布局和车险经营时间都远超其他中小险企，市场份额长期保持在 70% 左右。其中，中国财险的车险业务龙头地位稳固，2024 年市占率达 32.1%，远超其他两家头部险企（平安 25.5%、太保 12.3%）。承保盈利方面，平均来看，人保车险承保利润率相较其他两家头部险企更高。2016-2024 年，中国财险的平均车险综合成本率为 96.8%，太保产险为 97.9%，（2017-2024 年）平安财险的平均车险综合成本率为 97.6%。

整体来看，中国财险的车险业务赔付率和费用率表现较优。我们认为主要系 1) 公司优化业务结构，大力发展品质更优的家用车业务，2024 年公司家用车保费占比同比+1.0pp 至 74.3%；2024 年公司家自车新车市场占有率同比+0.3pp 至 38.8%；续保率 2020-2023 年连续提升至 77.8%。2) 不断强化自有渠道建设，持续提升直销团队综合服务能力。2024 年公司直销渠道原保费收入占财险保费的 31.3%，占比逐年增加，远高于其他两家。直销渠道使得公司能够有效管控销售端和服务链条，可将零配件价格控制在合理范围以降低运营成本与费用率。3) 中国财险从人、从车和从用等诸多

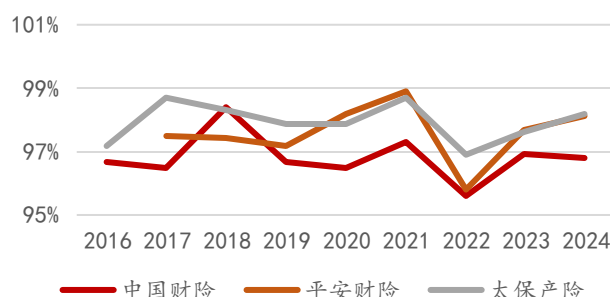
风险因子，建立了领先行业的风险识别和差异化定价模型，并在庞大的客户数量基础上形成了优异议价能力和成本管控能力。

图 19 车险市场格局稳定，公司车险保费规模领先



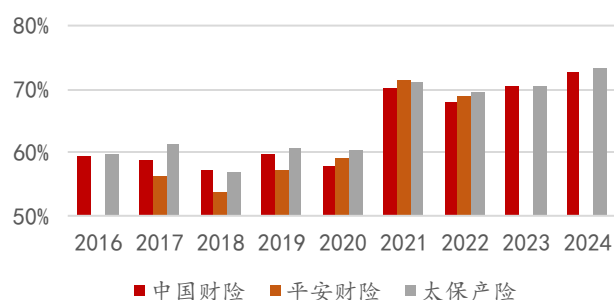
资料来源：13 个精算师，华西证券研究所（口径为签单保费）

图 20 老三家车险综合成本率对比



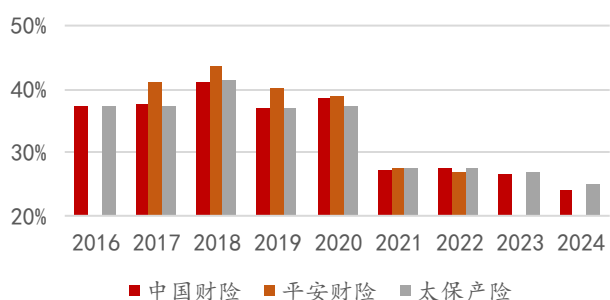
资料来源：各公司历年年报，华西证券研究所

图 21 老三家车险综合赔付率对比



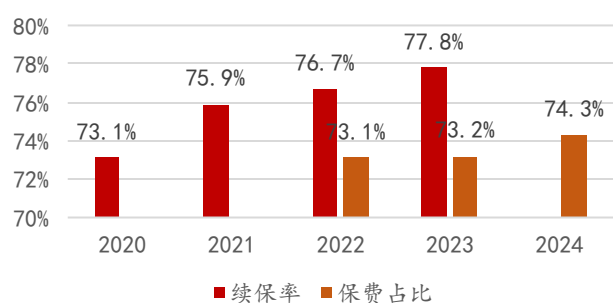
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 22 老三家车险综合费用率对比



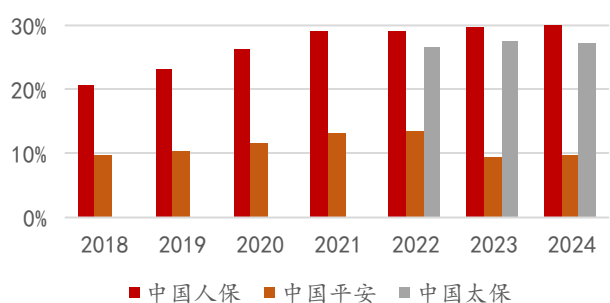
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 23 中国财险家自车保费占比和续保率



资料来源：公司 2020-2024 年业绩推介材料，华西证券研究所

图 24 老三家财险业务直销渠道保费占比



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

新能源车险成为车险增量市场的主力。根据 Wind 数据库，截至 2024 年末我国新能源汽车保有量 3140 万辆，同比+53.8%，占汽车总保有量的 8.9%，同比+2.8pp。2024 年，我国新能源汽车年销量 949.5 万辆，同比+212.8%。从发展趋势看，新能源汽车符合国家绿色和战略性新兴产业的发展方向。受益于新车销量增长，新能源车险承保数量和保费规模也实现快速增长。

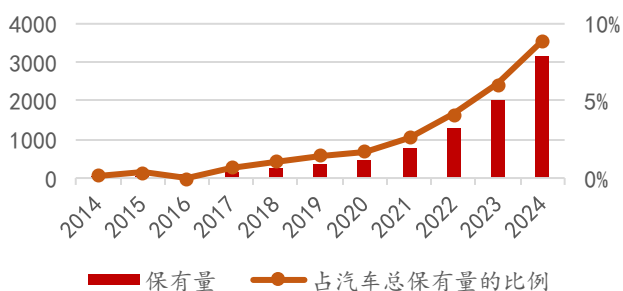
根据中国精算师协会和银保信、以及中国银保监会的数据，我国新能源车险承保车辆从 2021 年 700 多万辆到 2023 年 2,000 多万辆，2024 年达 3105 万辆；保费规模从 2021 年 300 多亿元提升至 2023 年的近千亿元，2024 年实现保费收入 1409 亿元（占车险总保费的 15.4%）。根据《证券日报》，2025 年上半年，新能源商业车险签单保费约 661.7 亿元，同比+41.44%，远高于全行业车险（包括商业车险和交强险）保费同比增速（3.27%）。中国人保集团副总裁、人保财险总裁于泽在 2024 年度业绩发布会上表示，根据多家机构预测，2025 年新能源车险保费将继续快速增长，市场规模或达 1540-1800 亿元，占车险总保费比例约为 15.7%-18.7%。2024 年中国财险新能源汽车保险实现快速发展，承保数量同比+57.3%至 1159 万辆，保费收入同比+58.7%至 509 亿元。

目前新能源车险行业呈持续亏损，中国财险今年有望实现承保盈利。根据中国精算师协会和银保信数据，2024 年我国保险行业承保新能源汽车亏损 57 亿元，且呈现连续亏损，共承保车系 2795 个，其中赔付率超过 100%（尚未考虑财险公司日常经营管理费用成本）的高赔付车系有 137 个，主要系新能源汽车维修成本较高、出险率较高等。根据中新经纬、证券日报报道，中国人保集团副总裁、人保财险总裁于泽分别在 2023、2024 年度业绩发布会上表示，2023 年人保财险的新能源车险商业险综合成本率高于传统燃油车险商业险 7pp 左右，但基于车险管理水平，优于行业 2-3pp；2024 年人保财险已实现家自车商业险保费同比+4.9pp 至 70%，而家自车综合成本率小于 100%；明确提出 2025 年将新能源车综合成本率降至 100%以内的目标。

于泽表示人保财险将通过以下几方面努力实现以上目标：1）优化定价能力：通过大数据分析和精准定价模型，优化业务结构，降低高风险业务的承保比例；2）全流程经营能力提升：从承保到理赔，全流程优化服务效率，减少不必要的开支；3）创新产品开发：开发覆盖新能源车全生命周期的产品，例如“车+一切”模式，将新能源车与充电、维修、智能驾驶等服务捆绑，拓宽盈利渠道。

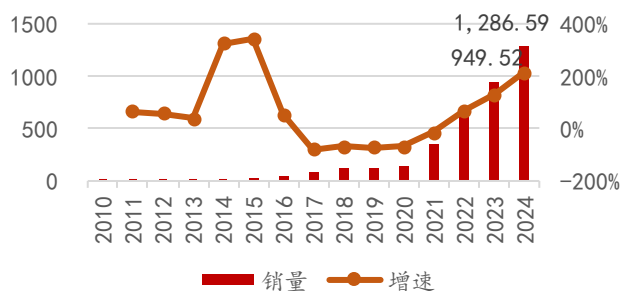
相关政策的落地实施也助力新能源车险赔付率持续改善。今年 1 月份，金融监管总局等四部门发布《关于深化改革加强监管促进新能源车险高质量发展的指导意见》，从合理降低新能源汽车维修使用成本、创新优化新能源车险供给、提升新能源车险经营管理水平等方面促进新能源车险高质量发展。同时，受保险公司加大车险运营质量管理的一系列措施落地，更多具备专业能力和成本优势的维修服务企业对车险理赔的支持等因素影响，新能源车险赔付将呈现稳中有降的态势。整体来看，新能源车险综合成本率有望呈现持续下降的趋势。

图 25 我国新能源汽车保有量（万辆）及占比



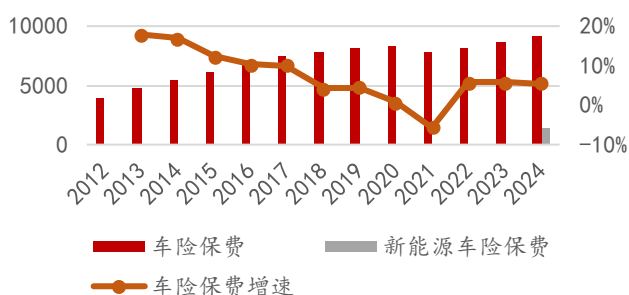
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 26 我国新能源汽车年销量（万辆）及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27 我国车险保费及新能源车险保费（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 公司新能源汽车保险业务快速发展

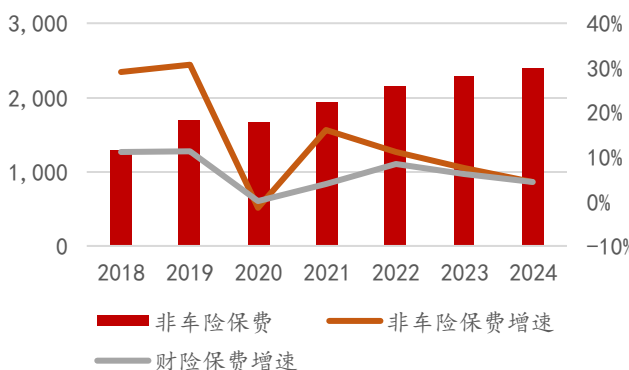


资料来源：中国人保 2024 年业绩推介材料，华西证券研究所

2.1.2. 非车险业务：保费核心增长极，承保利润有望改善

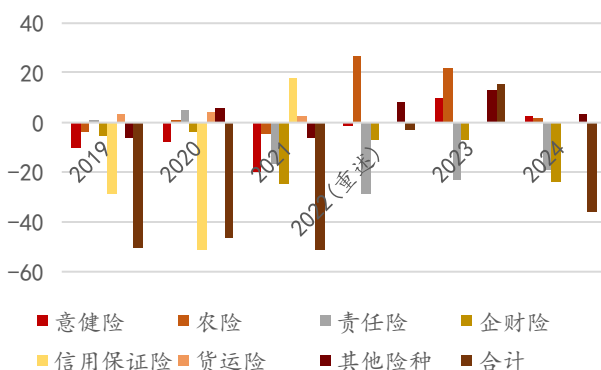
公司非车险保费收入持续增长，2024 年占比达 45%。目前非车险业务已成为中国财险原保费收入的主要增长点，2018-2024 年公司非车险原保费收入从 1,291 亿元快速增长至 2,407 亿元，年复合增速高达 10.9%，高于公司财险业务的增速 5.6%；非车险原保费收入在财险总保费中占比从 2018 年的 33% 持续提升至 2024 年的 45%。从承保利润来看，公司非车险业务长期承保亏损，2023 年为多年来首次实现盈利 15.7 亿元（主要由意健险和农险贡献）；而 2024 年由盈转亏，承保亏损 35.72 亿元。

图 29 公司非车险原保费收入及增速（亿元）



资料来源：中国人保 2019-2024 年保费公告，华西证券研究所

图 30 公司非车险业务各险种承保利润（亿元）



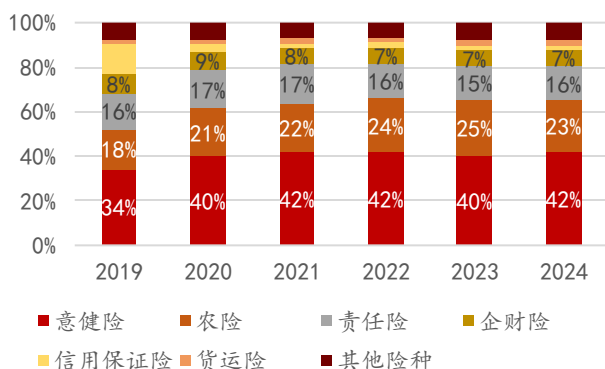
资料来源：公司 2019-2024 年年报，华西证券研究所

意健险和农险为公司前两大险种，贡献主要保费和利润。公司积极拓展意健险，2016 年起意健险保费收入超过农险，成为公司非车险中占比最高的险种（2024 年占比达 42%）。由于大病保险占比高且赔付多，2023 年以前意健险综合赔付率均在 80% 以上，且连续多年承保亏损。2023 年得益于严格控费，综合费用率和综合成本率分别同比-4.6pp/-2.8pp 至 38.4%/97.7%，实现承保利润 10.07 亿元，为 2019 年以来首次扭亏；2024 年仍实现承保盈利 2.42 亿元。农险为目前公司保费规模第二大的非车险险种（2024 年占比 23%）。农险为公司为数不多连续多年实现承保盈利的非车险种（仅 2019、2021 年受重大自然灾害影响小幅亏损），2024 年综合成本率 99.7%，同比+3.9pp（系当年灾害损失增加导致总赔付率+3.9pp），仍实现承保利润 1.58 亿元。公司主动服务全面推进乡村振兴和农业强国建设，加快推进国家重大农业保险政策落地，

抢抓三大主粮完全成本和种植收入保险实施范围扩大等政策机遇，种植险、养殖险业务继续保持快速发展，2022 年公司在农险市场份额达 42.7%。

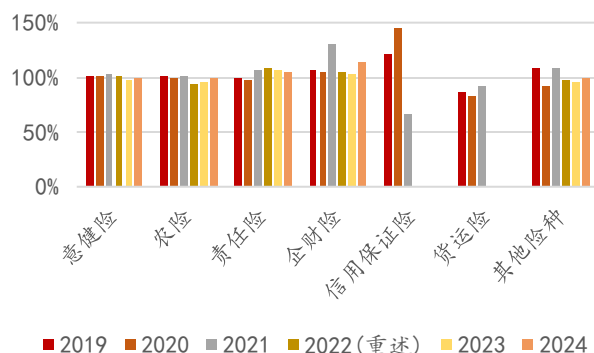
责任险受国家“巩固拓展脱贫攻坚成果”、“完善防灾减灾体制机制”部署影响，大力发展安全生产责任险、政府救助类保险等业务，为公司目前保费收入第三大的非车险种，2024 年保费占比为 16%，综合成本率为 105.2%。公司责任险自 2021 年以来持续呈承保亏损，主要系人伤赔付标准随社会平均收入水平上涨。此外，2024 年公司企财险/信用保证险/货运险保费收入分别占 7%/2%/3%，综合成本率分别为 113.4%/76.4%(2022 年)/93.3%(2022 年)。

图 31 公司非车险业务各险种保费收入占比



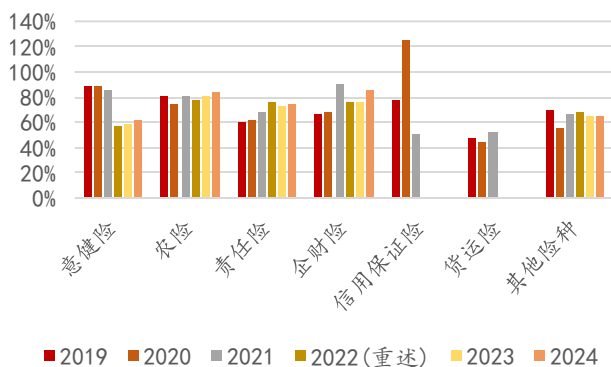
资料来源：公司 2019-2024 年年报，华西证券研究所

图 32 公司非车险业务各险种综合成本率



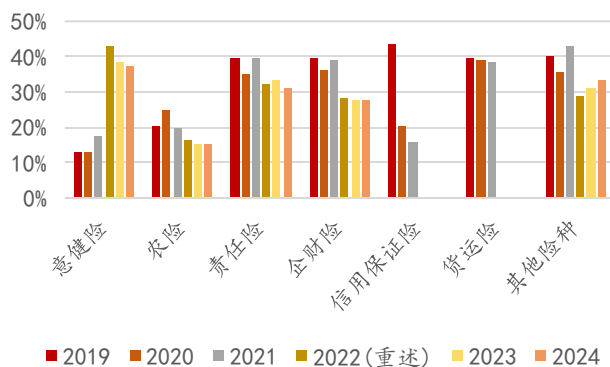
资料来源：公司 2019-2024 年年报，华西证券研究所

图 33 公司非车险业务各险种综合赔付率



资料来源：公司 2019-2024 年年报，华西证券研究所

图 34 公司非车险业务各险种综合费用率



资料来源：公司 2019-2024 年年报，华西证券研究所

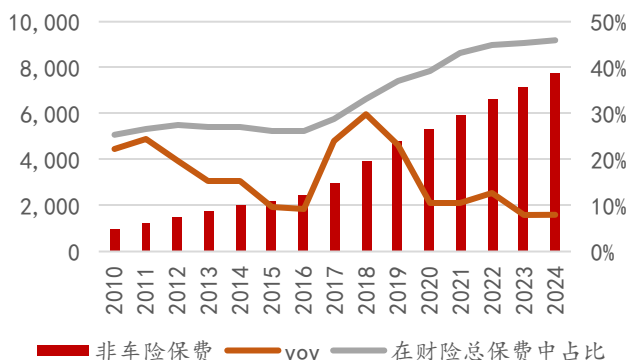
非车险行业近年来持续亏损，头部险企凭借规模效应和资源禀赋更具优势。从保费收入来看，过去十多年非车险业务迎来快速发展，非车险行业原保费收入持续增长至 2023 年的 7,195 亿元，同比+8.1%，2010-2023 年复合增速高达 16.2%（高于期间行业增速 11.1%），在财险总保费中占比从 25%提升至 45%。非车险行业竞争相较于车险行业更为激烈，老三家在非车险市场所占份额 58%，剩余 42%的市场份额由行业剩余 81 家主体争夺。然而从承保利润来看，根据 13 个精算师和今日保数据，2024 年非车险行业整体承保亏损 49 亿元（其中老三家亏损 0.9 亿元），近 5 年（2020-2024 年）累计亏损约 400 亿元。非车险业务是需要长期投入、但见效较慢的一类业务，相比车险业务，非车险更讲究与合作伙伴的长期关系，更需要核保、风控等方面技术的积

累，头部险企凭借政府资源与规模壁垒在非车险（尤其是具备规模效应和可持续盈利模式的细分市场）经营上更具优势。同时非车险业务面临前期规模小数据少、成本难以摊销等难题，中小财险公司向非车险转型很难短期见效。

随着后续非车险“报行合一”正式推行，公司作为财险龙头，非车险综合成本率或将持续改善。中国人保副总裁、人保财险总裁于泽在中国人保 2024 年度业绩发布会上表示，非车险方面，公司的发展目标是，积极推动发展快于 GDP 增速，实现非车险承保盈利比 2024 年明显改善，综合成本率力争达到 99% 左右。为实现上述目标，2025 年将重点抓好以下工作举措：在个人非车险方面，服务扩大内需政策落地，创新个人业务“场景+客户+产品”矩阵，战略性发展商业健康险，大力推动文旅险、体育保险、服务型家财险业务发展。

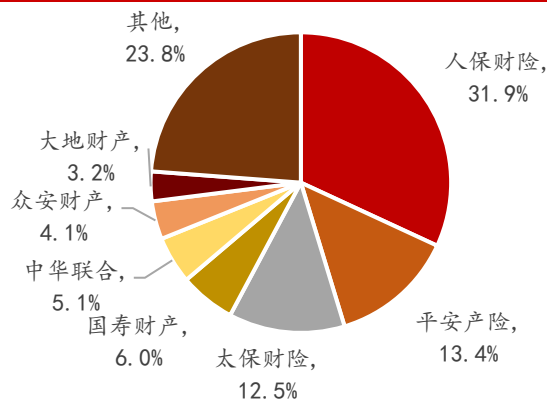
2025 年 7 月，根据上海证券报、每日财经新闻等多个媒体报道，金融监管总局正式下发《关于加强非车险监管有关事项的通知》的征求意见稿，从严格执行经备案的保险条款和保险费率（下称“报行合一”）、有效管控应收保费风险、推进财险行业降本增效等方面规范财险公司非车险业务的发展。中国人保副总裁、人保财险总裁于泽认为从车险“报行合一”经验来看，预计如果非车险报行合一顺利推进，实施“报行合一”的业务先期能够推动降低费用率 1 个百分点左右，支持商业非车险业务质量改善；也有助于公司将资源从恶性竞争中解放出来，释放早期在风险减量服务方面的投入效能，发挥公司的品牌、规模、网络、专业和人才优势，支持扩大定价承保能力、提升理赔服务水平、增强市场竞争力，促进公司经营业绩的提升。参考车险经验，非车险“报行合一”落地或将进一步放大头部财险公司的资源优势，公司作为龙头具备显著优势。

图 35 我国非车险行业原保费收入快速增长（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 36 2024 年我国非车险行业竞争格局



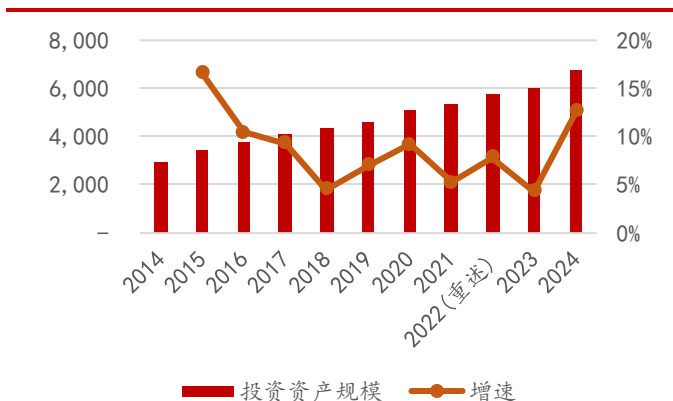
资料来源：13 个精算师，华西证券研究所（口径为签单保费）

2.2.投资端：规模稳步增长，收益波动较小

公司投资资产逐年稳定增长，以固收投资为主。公司投资资产规模从 2014 年的 2951.28 亿元持续增长至 2024 年 6765.12 亿元（CAGR 达 8.6%）。投资结构方面，按投资对象分，与其他寿险公司类似，中国财险也以固收为主要配置方向。截至 2024 年末定期存款/债券/其他固收类投资分别占比 11.4%/38.4%/10.4%，合计占比 60.2%，近 3 年占比基本稳定；权益占比则显著高于同业，其中股票和基金占比 12.7%，其他权益类投资 12.4%。按会计计量分，截至 2024 年末公司 AC 类(包括定期存款)/FVOCI 类/FVTPL 类金融资产分别占 31.5%/36.0%/17.7%。

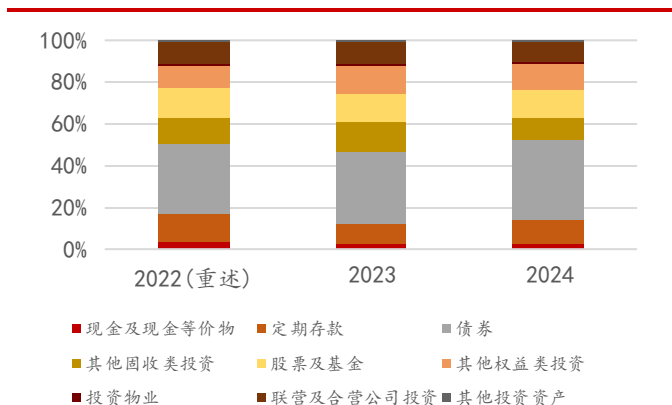
总投资收益率基本稳定在 5% 左右水平。公司投资管理能力较为优异，总投资收益率仍基本保持在 5% 左右水平，投资业绩波动性较小。

图 37 中国财险投资资产规模及增速（亿元）



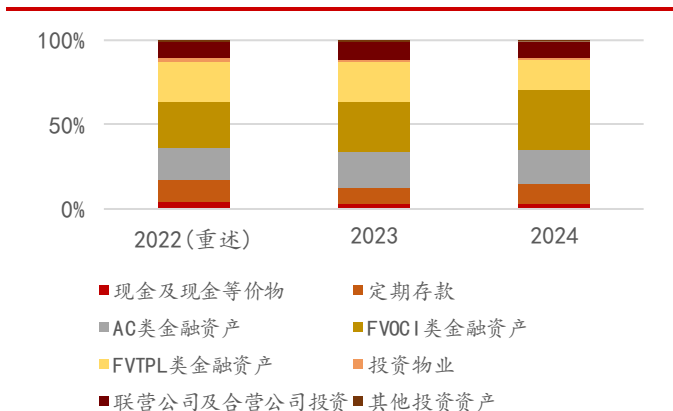
资料来源：公司 2014-2024 年年报，华西证券研究所

图 38 中国财险投资资产结构（按投资对象分）



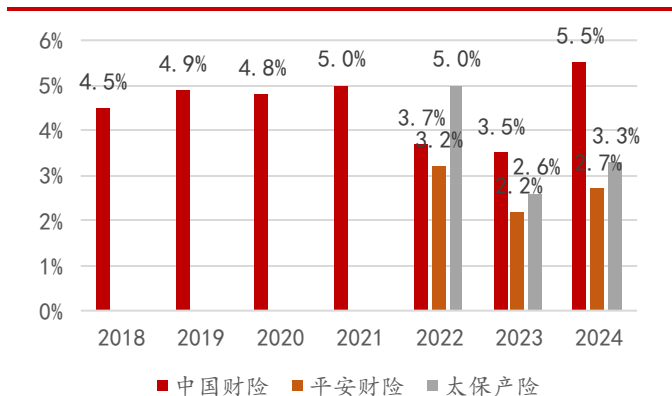
资料来源：公司 2023-2024 年年报，华西证券研究所

图 39 中国财险投资资产结构（按会计计量分）



资料来源：公司 2023-2024 年年报，华西证券研究所

图 40 老三家总投资收益率



资料来源：各公司历年年报，华西证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

根据我国财险行业发展趋势以及中国财险历史业绩表现，我们对其 2025 年至 2027 年盈利能力做出如下假设：1) 保险服务收入方面，公司龙头优势显著，经济形势持续复苏，叠加新能源车险和非车险持续规范，我们预计 2025-2027 年公司车险保险服务收入增速分别为 4.6%/4.8%/5.0%；非车险保险服务收入增速分别为 5.0%/5.1%/5.1%。2) 总投资收益方面，考虑到资本市场在稳市场的政策推动下持续改善，公司有望把握市场机会优化资产配置策略，我们预计公司 2025-2027 年总投资收益率分别为 5.6%/5.4%/5.2%。3) 保险服务费用方面，随着保险服务收入规模的不断增长，同时公司不断推进风险减量，我们预计公司 2025-2027 年保险服务费用增速分别为 4.5%/4.6%/4.8%。

基于以上假设，我们预计公司 2025-2027 年保险服务收入分别为 5,083/ 5,334/ 5,603 亿元；2025-2027 年归母净利润分别为 383/ 414/ 449 亿元；对应 EPS 分别为

1.72/ 1.86/ 2.02 元/股。2025 年 7 月 28 日收盘价 16.3 港元（按汇率 1 港元=0.91 人民币元）对应 PB 分别为 1.22/ 1.15/ 1.09 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1 中国财险核心指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入（百万元）	485,223	508,319	533,369	560,344
同比增速	6.1%	4.8%	4.9%	5.1%
车险保险服务收入（百万元）	294,701	308,257	323,054	339,206
同比增速	4.5%	4.6%	4.8%	5.0%
非车险保险服务收入（百万元）	190,522	200,062	210,315	221,138
同比增速	8.8%	5.0%	5.1%	5.1%
保险服务费用（百万元）	465,392	486,251	508,855	533,153
同比增速	7.7%	4.5%	4.6%	4.8%
归母净利润（百万元）	32,173	38,273	41,431	44,852
同比增速	30.9%	19.0%	8.3%	8.3%

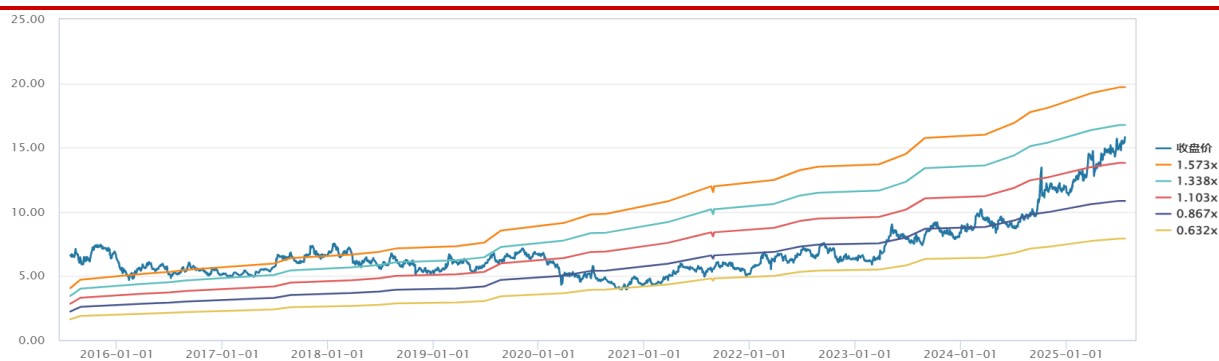
资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 可比公司估值表（PB）

代码	可比公司	2024 年 ROE	PB (MRQ)
BRK_B.N	伯克希尔哈撒韦	14.70%	1.59
PGR.N	前进保险	36.98%	4.45
CB.N	丘博保险	15.01%	1.56
TRV.N	旅行者集团	18.94%	2.02
可比公司均值		21.41%	2.41
2328.HK	中国财险	13.15%	1.30

资料来源：Wind，华西证券研究所（对应 2025 年 7 月 24 日收盘价）

图 41 中国财险近 10 年 PB 水平（倍）



资料来源：Wind，华西证券研究所

4.风险提示

- 1、大灾超预期。超预期的自然灾害将导致赔付率和综合成本超预期上升。
- 2、新车销售不及预期。新车销售承压将拖累公司总保费增速。
- 3、利率下行风险。公司投资收益受利率市场波动影响。
- 4、权益市场大幅波动。公司投资收益受权益市场波动影响。
- 5、监管趋严风险。监管政策趋严将影响公司经营环境，进而影响当期业绩。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	16,526	19,370	20,532	21,764	23,070	保险服务收入	457,203	485,223	508,319	533,369	560,344
以摊余成本计量的金融投资	126,192	136,060	144,224	152,877	162,050	保险服务费用	-431,991	-465,392	-486,251	-508,855	-533,153
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	180,142	243,771	258,397	273,901	290,335	分出再保险合同净损益	-6,142	-5,451	-5,202	-4,925	-4,614
以公允价值计量且其变动计入当期收益的金融资产	144,047	120,066	127,270	134,906	143,001	保险服务业绩	19,070	14,380	16,867	19,589	22,578
保险合同资产	2,885	1,713	1,816	1,925	2,040	承保财务损失	-10,127	-9,901	-9,864	-9,817	-9,753
分出再保险合同资产	38,891	40,506	42,936	45,513	48,243	分出再保险财务损益	1,246	1,234	1,344	1,463	1,593
定期存款	57,785	77,156	81,785	86,692	91,894	不以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产的利息收入	11,710	11,860	11,979	12,098	12,219
联营公司及合营公司投资	62,601	67,129	71,157	75,426	79,952	其他投资收益	4,077	15,118	18,898	19,275	19,661
投资物业	7,576	7,234	7,668	8,128	8,616	信用减值转回/(损失)	-423	911	1,011	1,111	1,211
房屋及设备	24,091	24,419	25,884	27,437	29,083	其他收入	195	254	259	264	270
使用权资产	5,436	5,406	5,730	6,074	6,439	其他财务费用	-1,151	-1,193	-1,250	-1,311	-1,378
递延所得税资产	10,139	8,392	8,896	9,429	9,995	税前利润	28,035	38,015	45,223	48,954	52,996
预付款及其他资产	27,312	27,022	28,643	30,362	32,184	净利润	24,566	32,161	38,259	41,415	44,835
资产总计	703,623	778,244	824,939	874,435	926,901	归属于母公司股东的净利润	24,585	32,173	38,273	41,431	44,852
卖出回购金融资产款	40,037	39,642	42,021	44,549	47,222						
应交所得税	8	0	0	0	0						
投资合同负债	1,736	1,731	1,835	1,945	2,062						
保险合同负债	371,829	401,837	425,955	451,575	478,668						
分出再保险合同负债	21	59	63	66	70						
应付债券	8,365	20,433	21,659	22,962	24,340						
租赁负债	1,316	1,301	1,379	1,462	1,550						
预提费用及其他负债	46,007	52,619	55,777	59,132	62,680						
负债合计	469,319	517,622	548,690	581,691	616,591						
已发行股本	22,242	22,242	22,242	22,242	22,242						
储备	209,178	235,682	251,001	267,316	284,692						
归属于母公司股东权益	231,420	257,924	273,243	289,558	306,934						
权益合计	234,304	260,622	276,249	292,744	310,310						
负债及权益合计	703,623	778,244	824,939	874,435	926,901						

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
保险服务收入增长率	7.7%	6.1%	4.8%	4.9%	5.1%
净利润增长率	-15.6%	30.9%	19.0%	8.3%	8.3%
盈利能力					
总资产收益率ROA	3.5%	4.1%	4.6%	4.7%	4.8%
净资产收益率ROE	10.5%	12.3%	13.9%	14.2%	14.5%
每股指标 (元)					
每股收益	1.11	1.45	1.72	1.86	2.02
每股净资产	10.40	11.60	12.29	13.02	13.80
估值分析					
PE	13.58	10.38	8.73	8.06	7.45
PB	1.44	1.29	1.22	1.15	1.09

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

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

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

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

华西证券免责声明

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

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

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

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

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