

买入

2025年9月9日

综合成本率改善驱动业绩增长，财险龙头地位愈发稳固

- 上半年业绩创新高：**公司 2025 年上半年实现保险服务收入 2490 亿元，同比增长 5.6%；其中车险业务实现保险服务收入 1503 亿元，同比增长 3.5%；非车险保险服务收入 987 亿元，同比增长 8.8%；上半年实现净利润高达 245 亿元，同比增长 32.3%。剔除投资波动影响的承保利润达到 130 亿元，同比大幅增长 44.6%，这标志着公司核心业务的盈利能力达到了新的高度。公司上半年净资产较年初增长 7.9%，中期拟派息 0.24 元/股，同比增长 15.4%。
- 风险减量成果显著，承保综合成本大幅改善：**2025 年上半年公司通过加强数据分析和风控模型优化业务结构，以及通过科技赋能，科技手段在核保、理赔、客服等环节的应用，有效提升了效率并降低了运营成本。上半年公司将 COR 降至 94.8%，同比下降了 1.4 个百分点。分险种看，车险 COR 同比改善 2.2 个百分点至 94.2%；非车险方面，农险 COR 同比改善 0.6 个百分点至 88.4%，风险减量显著推动赔付率下降；责任险 COR 同比改善 0.5 个百分点至 103.6%；企财险 COR 同比改善 9.5 个百分点至 90.1%。公司 2025 年 1-6 月大灾共造成损失 25.1 亿，同比减少 38.3%，截止 8 月 13 日大灾累计净亏损 41.8 亿，同比下降 39.9%，风险减量成果显著。2025 年公司目标全年车险综合成本率控制在 96% 以内，非车险综合成本率控制在 99% 以内。
- 投资收益创历史新高：**投资端方面，公司把握股债市场机会实现较好收益兑现，2025 年上半年实现总投资收益 172.6 亿元，同比增长 26.6%（未年化总投资收益率 2.6%，同比提升 0.2 个百分点）。公司上半年总投资资产达 7115 亿元，同比增长 5.2%。上半年权益资产回报放大，定期存款收缩，较上期末占比减少 2 个百分点，资金转向收益更高的投资渠道。公司上半年主动增配股票，股票占比升至 9.2%，重点布局高股息蓝筹股及“新质生产力”相关标的（如科技、高端制造），锁定股息收益并分享股价上涨红利。
- 目标价 22.2 港元，维持买入评级：**公司作为财险行业龙头，规模以及成本优势放大，马太效应加剧。公司上半年的业绩展示了其强大的 α 能力。在行业平稳的背景下，公司通过内部管理的精益化和风险定价的科学化，实现了盈利能力的内生性强劲增长。这一趋势有望在下半年延续，支撑公司全年业绩的高质量增长。公司作为港股唯一纯财险标的，盈利模式可持续性极强且公司长期 ROE、股息率保持稳定，具备长期投资价值。我们预计公司 2025-2027 年公司归母净利润分别为 450/477/515 亿元，同比增长 35.9%/5.7%/8.1%。我们决定给予公司目标价 22.2 港元，对应 1.6 倍 PB，目标价较现价有 22.3% 上升空间，给予买入评级。
- 风险因素：**行业保费因政策导致下降，汽车保有量下滑导致车险保费收入

李羚玮
+ 852-25321539
David.li@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	保险
股价	18.17 港元
目标价	22.2 港元 (+22.3%)
股票代码	2328.HK
已发行 H 股股本	69 亿股
H 股总市值	1254 亿港元
52 周高/低	19.81 港元/9.53 港元
每股净资产	12.51 元
主要股东	中国人民保险集团 股份有限公司 68.98%

盈利摘要

截止 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险服务收入(百万元)	457,203	485,223	506,925	529,522	553,323
变动(%)	7.7%	6.1%	4.5%	4.5%	4.5%
归母净利润(百万元)	24,585	33,173	45,082	47,657	51,507
基本每股盈利(元)	1.11	1.49	2.03	2.14	2.32
变动(%)	-15.7%	34.9%	35.9%	5.7%	8.1%
市盈率@18.17港元(倍)	15.3	11.3	8.3	7.9	7.3
市净率@18.17港元(倍)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
每股股息(元)	0.49	0.54	0.83	0.91	1.00
股息现价比率(%)	2.69%	2.97%	4.58%	5.01%	5.49%

股价表现


来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
百万人民币 财务年度截止12月31日						百万人民币 财务年度截止12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
保费收入	515,807	538,055	562,120	587,177	613,570	盈利指标					
净赚保费	457,203	485,223	506,925	529,522	553,323	净资产收益率	10.8%	13.0%	16.5%	15.8%	15.6%
承保费用	(447,014)	0	(486,829)	(505,306)	(524,710)	总资产收益率	4.1%	5.1%	6.5%	6.5%	6.6%
承保利润	10,189	5,471	20,095	24,215	28,612	净投资收益率	3.5%	5.5%	5.2%	5.0%	4.7%
投资收益	21,089	11,860	35,179	35,468	35,545	承保综合成本率	97.8%	98.9%	96.0%	95.4%	94.8%
其他营业费用	(2,203)	(1,763)	(1,775)	(3,192)	(3,199)	营运表现					
财务费用	(1,151)	(1,193)	(1,198)	(1,205)	(1,206)	车险保费增长率	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
税前盈利	28,035	38,015	52,300	55,287	59,752	非车险保费增长率	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
所得税	(3,469)	(5,854)	(7,217)	(7,630)	(8,246)	承保利润增长率	-29.1%	-46.3%	267.3%	20.5%	18.2%
归母净利润	24,585	33,173	45,082	47,657	51,507	归母净利润增长率	-15.7%	34.9%	35.9%	5.7%	8.1%
						每股指标 (元)					
						每股收益	1.11	1.45	2.03	2.14	2.32
						每股净资产	10.53	11.72	12.91	14.14	15.46
资产负债表						资产负债表					
百万人民币 财务年度截止12月31日						百万人民币 财务年度截止12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
以摊余成本计量的金融投资	126,192	136,060	142,668	152,104	162,084	除税前利润	28,035	38,015	52,300	55,287	59,752
以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产	180,142	243,771	255,610	272,516	290,396	其他	(17,289)	(33,104)	(18,521)	(19,276)	(20,303)
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	144,047	120,066	125,897	134,224	143,030	所得税	(8,578)	(4,561)	(9,089)	(18,455)	(8,247)
现金及等价物	16,526	19,370	26,315	28,055	29,896	经营活动现金流	20,542	36,464	31,552	25,645	41,270
总资产	703,623	778,244	825,442	874,328	926,024	资本开支	(2,734)	(3,182)	(2,958)	(3,070)	(3,014)
卖出回购金融资产款	40,037	39,642	39,916	40,245	40,332	其他投资活动	(8,396)	(24,364)	10,724	21,316	20,326
保险合同负债	371,829	401,837	419,809	438,523	458,234	投资活动现金流	(11,130)	(27,546)	7,766	18,246	17,312
预提费用及其他流动负债	46,007	52,619	54,972	57,423	60,004	卖出回购金融资产	(1,673)	(386)	(386)	(386)	(386)
总负债	469,319	517,622	538,232	559,726	582,106	支付股利	(10,632)	(15,503)	(18,494)	(20,267)	(22,192)
股本	22,242	22,242	22,242	22,243	22,244	其他融资活动	(1,918)	9,839	(2,011)	(2,017)	(2,019)
非控股权益	2,884	2,698	2,698	2,698	2,698	融资活动现金流	(14,223)	(6,050)	(20,891)	(22,670)	(24,597)
股东权益	231,420	257,924	284,513	311,904	341,219	期末现金及等价物	16,488	19,370	26,315	28,055	29,896
负债权益合计	703,623	778,244	825,442	874,328	926,024						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。