

# COR 优化带动承保利润高增，资产端价差损益显著改善

中国财险 (2328.HK)

## 核心观点

上半年在车险深化“报行合一”、公司加强费用精细化管理的背景下，公司承保利润实现快速增长，展望来看一方面后续公司加强费用管理带动车险费用率改善预计仍有空间，另一方面“报行合一”政策有望进一步向非车险部分领域推进，预计非车险费用率亦将受益于此而有所改善。综上，预计保险服务收入稳健增长的基础上费用率的改善有望带动综合成本率优化，公司承保利润增长仍有较强动力。长期来看，财险行业马太效应有望加强，公司作为我国财险行业龙头有望更加获益，看好公司的长期稳健盈利能力，公司的高股息属性在低利率环境下也具备显著的配置价值，建议重点关注。

## 事件

### 中国财险公布 2025 年上半年业绩

上半年，公司实现承保利润 130.15 亿元，同比+44.6%。其中保险服务收入同比+5.6%至 2490.40 亿元，综合成本率同比-1.4pct 至 94.8%。公司实现归母净利润 244.54 亿元，同比+32.3%。

## 简评

### 1. 整体业绩：资负两端共振改善驱动利润增长

上半年公司归母净利润同比+32.3%至 244.54 亿元，主因承保利润同比+44.6%至 130.15 亿元、总投资收益同比+26.6%至 172.60 亿元。董事会建议派发中期股息每股 0.24 元，同比+15.4%。

### 2. 负债端：车险费用率优化带动承保利润增长

承保利润增加主要由综合费用率改善驱动。公司深化经营管理降本提质增效，持续提升核保理赔质效，打造全过程风险减量服务价值链，完善重点领域风险定价模型，推动业务质量向好。上半年综合费用率同比-3.1pct 至 23.0%，带动综合成本率同比-1.4pct 至 94.8%，另外保险服务收入同比+5.6%至 2,490.40 亿元，主要源于机动车辆险、意外伤害及健康险、企业财产险等业务规模的增长。上半年综合赔付率同比+1.7pct 至 71.8%

维持

买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

沃昕宇

woxinyu@csc.com.cn

010-56135215

SAC 编号:S1440524070019

发布日期： 2025 年 09 月 21 日

当前股价： 17.84 港元

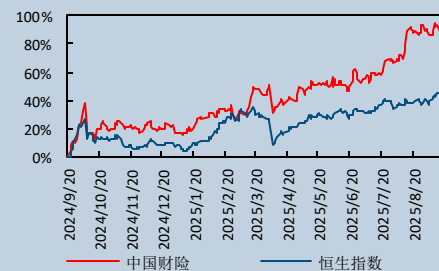
目标价格 12 个月： 21.37 港元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.65/-10.08	21.86/9.90	76.98/26.67
12 月最高/最低价 (港元)		18.94/10.24
总股本 (万股)		2,224,276.53
流通 H 股 (万股)		689,929.38
总市值 (亿港元)		3,968.11
流通市值 (亿港元)		3,968.11
近 3 月日均成交量 (万)		2713.83
主要股东		
中国人民保险集团股份有限公司		68.98%

## 股价表现



分险种来看，承保利润增加主要由车险驱动。车险上半年承保利润同比+67.7%至 87.26 亿元，主要受益于公司积极发挥行业头雁作用，带头维护车险市场秩序，严格费用管控，综合费用率同比-4.1pct 至 21.1%，带动综合成本率同比-2.2pct 至 94.2%。另外，公司加强渠道专业化建设，提高新车业务获取能力，稳定续保，做优转保，机动车辆险实现保险服务收入 1,502.76 亿元，同比增长 3.5%。综合赔付率同比+1.9pct 至 73.1%，主要受新能源汽车占比上升、人伤案量明显增长以及人伤赔偿标准、配件价格持续上涨等因素影响。

非车险承保利润亦有所增加，主要由企财险驱动。企财险上半年承保利润同比+2315.8%至 9.18 亿元，带动非车险承保利润同比+13.0%至 42.89 亿元。对于企财险业务，公司不断提升风险减量服务水平，加强重点行业风险勘查，优化业务结构，强化理赔管理。由于上半年大灾影响较同期降低，企业财产险综合赔付率 64.3%，同比下降 7.3 个百分点；综合费用率 25.8%，同比下降 2.2 个百分点，综合成本率 90.1%，同比下降 9.5 个百分点。此外，公司积极把握国内经济回稳向好的市场机遇，服务实体经济，服务专精特新，聚焦推进中小微企业覆盖率提升，紧盯客户需求，加大保险产品供给，企业财产险实现保险服务收入 92.43 亿元，同比增长 4.3%。

农险承保利润同比+4.9%至 26.97 亿元，主要受益于公司加强农业保险承保风险管理，进一步优化资源配置，改善业务结构与经营质量，在积极应对暴雨、干旱等自然灾害的同时，开展风险减量和大灾理赔应急处置，强化理赔成本管理，综合赔付率同比-0.8pct 至 74.5%，带动综合成本率同比-0.6pct 至 88.4%。

责任险承保亏损同比-9.8%至 6.74 亿元，主要受益于子公司优化责任险经营策略，加强高风险产品业务管控，提升费用使用效能，受互联网业务占比提升带来的业务结构变化影响，综合费用率同比-2.0pct 至 28.6%，带动综合成本率同比-0.5pct 至 103.6%。

意健险实现承保亏损 5.69 亿元，主要受业务结构变化影响，综合赔付率同比+6.3pct 至 71.1%，带动综合成本率同比+1.9pct 至 101.8%。

### 3. 资产端：价差损益改善带动总投资收益率提升

总投资收益同比+26.6%至 172.60 亿元，未年化总投资收益率同比+0.2pct 至 2.6%，预计主要由价差损益改善驱动。上半年其他投资收益同比+65.5%至 79.01 亿元，其中已实现投资收益、未实现投资收益分别同比+812.9%、+1360.9%至 27.66 亿元、10.08 亿元。上半年 A 股呈现出较为明显的结构性行情特征，公司持续优化权益类资产持仓结构，及时把握市场行情，通过波段操作兑现收益；同时，上半年债券市场利率走势以窄幅震荡为主，公司强化主动操作，提升债券价差收入。资产配置结构方面，截至上半年末，公司对国债及政府债、股票的配置比例分别为 20.9%、9.2%，较上年末分别+2.3pct、+1.9pct。

### 4. 投资建议：承保利润和总投资收益双轮驱动利润高增，看好公司长期配置价值

上半年在车险深化“报行合一”、公司加强费用精细化管理的背景下，公司承保利润实现快速增长，展望未来一方面后续公司加强费用管理带动车险费用率改善预计仍有空间，另一方面“报行合一”政策有望进一步向非车险部分领域推进，预计非车险费用率亦将受益于此而有所改善。综上，预计保险服务收入稳健增长的基础上费用率的改善有望带动综合成本率优化，公司承保利润增长仍有较强动力。资产端来看，近期权益市场持续向好，有助于增厚当期利润，在去年同期基数较高情况下公司总投资收益仍有望保持稳健。长期来看，财险行业马太效应有望加强，公司作为我国财险行业龙头有望更加获益，看好公司的长期稳健盈利能力，公司的高股息属性在低利率环境下也具备显著的配置价值，建议重点关注。估值方面，截至 9 月 19 日收盘，公司 2025 年 PB 为 1.25 倍，股息率为 3.6%。我们预计公司 2025/2026/2027 年的归母净利润增速分别为 36.0%/11.1%/10.1%，

给予公司未来 12 个月目标价 21.37 港元，对应 2025 年 PB 为 1.5 倍，维持“买入”评级。

**表 1: 中国财险每股指标预测**

主要数据 (人民币元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	1.11	1.45	1.97	2.19	2.41
BPS	10.40	11.60	13.03	14.42	15.96
DPS	0.49	0.54	0.59	0.65	0.72
同比增长 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS		30.9%	36.0%	11.1%	10.1%
BPS		11.5%	12.3%	10.7%	10.7%
DPS		10.4%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，中信建投证券

#### 风险提示：

**市场竞争加剧超预期：**车险自主定价系数范围扩大使得险企拥有了更大的调降车险折扣系数的能力；虽然整体而言我们认为目前车均保费继续下降空间不大，且当前仅有少数签单接近定价系数下限，因此车险自主定价系数范围的扩大使得行业整体降价的可能性较小；但部分中小险企仍有可能通过低价获取客户，从而使得车险行业竞争加剧。若市场竞争加剧超预期，则公司可能会面临保费收入下降、市场份额缩小等情况。

**车险赔付率上升超预期：**若车险赔付率上升超预期则可能会导致公司车险业务承保盈利出现大幅下滑。

**自然灾害风险影响超预期：**若发生重大自然灾害公司保险赔付率将大幅上升，从而导致公司综合成本率上行，给公司业绩造成负面影响。

## 分析师介绍

### 赵然

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融IT系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6年证券研究的工作经验。2018年wind金融分析师（金融工程）第二名 2019年、2020年Wind金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名

### 沃昕宇

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

## 评级说明

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

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

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

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

## 一般性声明

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

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

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

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

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

### 中信建投证券研究发展部

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

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

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

### 中信建投(国际)

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