

3Q25: 承保向好, 投资业绩高增

华泰研究

2025年10月31日 | 中国香港

季报点评

保险

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

23.20

李健, PhD

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

研究员

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

陈宇轩*

SAC No. S0570524070010 chenluxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

于明汇*

SAC No. S0570124070107

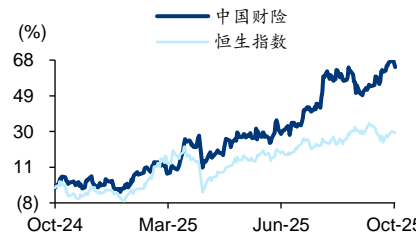
联系人

yuminghui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(港币 截至10月30日)	18.96
市值(港币百万)	421,723
6个月平均日成交额(港币百万)	440.65
52周价格范围(港币)	11.40-19.81

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
毛保费收入(百万)	485,223	513,050	542,389	574,137
+/-%	6.13	5.73	5.72	5.85
总投资收益(百万)	27,881	33,348	34,292	38,048
+/-%	80.17	19.61	2.83	10.95
归母净利润(百万)	32,173	46,399	51,588	56,029
+/-%	30.86	44.22	11.18	8.61
EPS	1.45	2.09	2.32	2.52
DPS	0.54	0.70	0.77	0.84
PB(倍)	1.49	1.28	1.14	1.02
PE(倍)	11.96	8.29	7.46	6.86
PEV(倍)	NA	NA	NA	NA
股息率(%)	3.12	4.07	4.44	4.83

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

中国财险公布 3Q25 业绩: 3Q25 公司实现净利润 158.13 亿元, 同比增长 91.5%, 符合此前业绩预增公告中对利润增速的指引(我们估算同比增长 57%-122%)。承保表现改善以及投资收益显著提升是驱动业绩改善的两个核心因素。3Q25 保险服务业绩为 52.97 亿元, 同比提升 328%; 投资业绩达到 150.41 亿元, 同比提升 60.2%。前三季度, 公司 COR 为 96.1%, 同比下降 2.1pcts, 其中车险 COR 94.8%, 同比下降 2.0pcts; 非车险 COR 98.0%, 同比下降 2.5pcts。COR 降低助力前三季度承保利润同比提升 130.7%至 148.65 亿元。承保表现改善主因公司持续优化费用管控, 实现了降本提质增效。另外在资本市场良好表现的推动下, 公司前三季度未年化的总投资收益率达到 5.4%, 同比提升 0.8pcts。考虑到承保表现改善和投资业绩向好, 我们维持“买入”评级。

车险: 承保表现改善, 保费稳健增长

今年以来, 公司持续改善和优化经营管理, 提升核保理赔质效, 并且通过加强销售费用精细化管理不断优化费用投入。同时自然灾害同比减少亦对承保表现有正面影响。在内外部因素的共同推动下, 前三季度公司的车险 COR 同比下降 2.0pcts 至 94.8%, 车险业务的承保利润同比提升 65%至 117.29 亿元。另外车险保费规模在 3Q25 实现了稳健增长, 季度内达到 760.54 亿元, 同比提升 2.7%; 车险保险服务收入 773.56 亿元, 同比提升 4.0%。考虑到公司费用管控渐显成效, 且新能源车的盈利能力不断改善, 我们预计中国财险 2025 年车险 COR 为 95.1% (2024: 96.8%)。

非车险: 承保利润扭亏, 保费规模稳中有升

在自然灾害影响同比减弱的基础之上, 中国财险积极推动的费用管控和优化经营管理的效果同样体现在了非车险业务中, 前三季度非车险 COR 同比下降 2.5pcts 至 98.0%, 承保利润同比扭亏转盈至 31.36 亿元。3Q25 非车险保险服务收入达到 595.25, 同比增长 10.0%, 保费规模 438.46 亿元, 同比提升 3.7%。其中意健险/农险/责任险/企财险保费同比增速分别为 +11.5%/+1.3%/+0.5%/+3.4%。10月10日国家金监局发布的《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》要求财险公司执行费用“报行合一”, 加强费率管控, 有望在未来助力公司非车险 COR 不断改善, 我们预计 2025 年中国财险非车险 COR 为 99.0% (2024: 101.9%)。

投资: 投资业绩显著提升

前三季度, 在资本市场强劲表现的推动下, 公司实现总投资收益 359.0 亿元, 同比提升 33.0%; 未年化的总投资收益率为 5.4%, 同比提升 0.8pcts。3Q25 投资业绩 150.41 亿元, 同比提升 60.2%。公司在注重风险和收益平衡的前提下, 适度增配了具有长期价值的优质权益类资产。截至 1H25, 公司权益类资产占比为 13.8%, 高于 2024 年末的 12.2%, 其中 FVTPL 股票/FVOCI 股票/基金配置比例分别为 2.4%/6.8%/4.6%。盈利改善推动公司净资产环比提升 3.1%。考虑到承保表现向好和投资业绩快速增长, 我们预计中国财险 2025 年 ROE 为 16.6%。

盈利预测与估值

基于承保和投资的优良表现, 我们提高 2025/2026/2027 年 EPS 预测至 RMB 2.09/2.32/2.52 (调整幅度: +8.1%/+8.4%/+8.7%), 上调基于 DCF 估值法的目标价至 23.2 港币 (前值: 21.0 港币), 维持“买入”。

风险提示: 承保表现出现大幅恶化, 投资出现大幅亏损。

估值方法

我们使用 DCF 模型并基于会计指标对中国财险进行估值。

- 1) 阶段一：3 年，我们的模型给出明确的预测。
- 2) 阶段二：下一个 10 年视为防御期，我们假设 ROE 和资本增长。
- 3) 阶段三：接下来的 37 年视为长期阶段，我们假设 ROE 下降后保持稳定。我们的模型对 50 年后的企业价值不予预测。

我们将三个阶段的现金流量按相关资本成本折现至今年年底，并加入终值和股息。我们通过账面价值法得出估值。我们使用资本资产定价模型 (CAPM) 得出资本成本，假设无风险利率为 2.0%，beta 为 1.2 倍，股权风险溢价为 700 个基点。目标价 HKD 23.2 是基于账面价值法计算得出的估值。

图表1：中国财险：关键假设

	未来的 50 年资本回报预期					
	阶段一			阶段二		阶段三
	2026E	2027E	2028E	2029E	2038E	2075E
账面价值法	15.9%	15.4%	18.0%	19.0%	10.0%	8.0%

资料来源：华泰研究预测

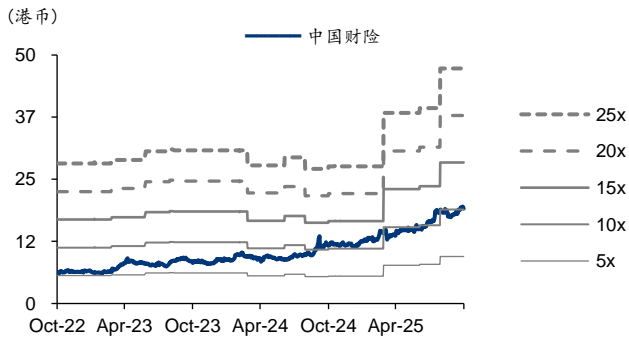
风险提示

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。

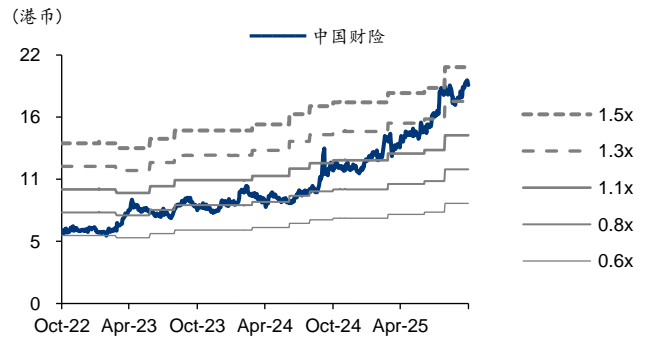
投资表现严重恶化：市场波动和信用风险敞口可能导致重大投资损失。

图表2：中国财险 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：中国财险 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币十亿)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛保费收入	457	485	513	542	574
分出保费	0	0	0	0	0
未到期责任准备金提转差	0	0	0	0	0
已赚净保费	457	485	513	542	574
总投资收益	15	28	33	34	38
其他收益	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
总收入	471	512	544	575	610
保险给付及赔付	(438)	(471)	(488)	(512)	(542)
成本及其他费用	(10)	(10)	(9)	(9)	(10)
总给付, 赔付及费用合计	(448)	(481)	(497)	(522)	(552)
联营企业利润份额	6	7	8	8	8
税前利润	28	38	55	61	67
所得税	(3)	(6)	(9)	(10)	(11)
净利润	25	32	46	52	56
归母净利润	25	32	46	52	56
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	15.65	11.96	8.29	7.46	6.86
PEV (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
PB (倍)	1.66	1.49	1.28	1.14	1.02
PTNAV (倍)	1.66	1.49	1.28	1.14	1.02
ROE	11.14	13.15	16.64	16.23	15.75
ROA	3.38	4.34	5.74	5.85	5.74
股息率	2.83	3.12	4.07	4.44	4.83
派息率	44.25	37.34	33.73	33.13	33.15

每股数据

会计年度 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	1.11	1.45	2.09	2.32	2.52
DPS	0.49	0.54	0.70	0.77	0.84
BVPS	10.40	11.60	13.48	15.10	16.88
每股有形净资产	10.40	11.60	13.48	15.10	16.88
每股内含价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (人民币十亿)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产					
现金及存款	105	119	130	144	160
债券	278	313	343	381	423
股票	148	167	183	203	225
其他投资资产	63	72	78	87	96
总投资资产	595	671	735	816	904
其他资产	109	107	102	111	120
总资产	704	778	837	926	1,025
负债					
保险合同负债	374	404	427	471	518
投资合同负债	0	0	0	0	0
计息应付	48	60	45	48	52
其他负债	47	54	62	69	76
总负债	469	518	535	588	646
权益					
股本	22	22	22	22	22
储备	209	236	278	314	353
其他	0	0	0	0	0
股东权益	231	258	300	336	376
少数股东权益	3	3	3	3	3
权益合计	234	261	302	339	378

增长与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛保费收入增长	7.46	6.13	5.73	5.72	5.85
总投资收益增长	(10.42)	80.17	19.61	2.83	10.95
归母净利润增长	(7.95)	30.86	44.22	11.18	8.61
每股盈利增长	(7.99)	30.86	44.26	11.18	8.61
总资产增长	(6.42)	10.61	7.58	10.66	10.59
股东权益增长	10.28	11.45	16.22	12.07	11.79
新业务价值增长	NA	NA	NA	NA	NA
集团内含价值增长	NA	NA	NA	NA	NA

免责声明

分析师声明

本人, 李健、陈宇轩, 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。

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、陈宇轩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

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

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

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

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2025年华泰证券股份有限公司