

非银金融

2025年11月04日

中国财险

(02328)

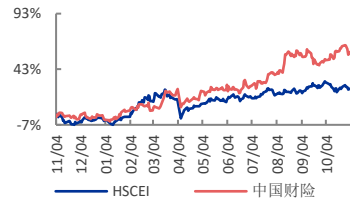
——投资驱动利润增速亮眼，COR改善幅度超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据:	2025年11月03日
收盘价 (港币)	18.69
恒生中国企业指数	9258.73
52周最高/最低 (港币)	19.81/11.40
H股市值 (亿港元)	4,157.17
流通H股 (百万股)	6,899.29
汇率 (港币/人民币)	0.9123

一年内股价与基准指数对比走势:



资料来源: Bloomberg

相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com
孙冀齐 A0230523110001
sunjq@swsresearch.com

联系人

孙冀齐 A0230523110001
sunjq@swsresearch.com

资产、负债双轮驱动，利润表现超预期。公司1-3Q25净利润yoy+50.5%至402.68亿元，增速略高于业绩预增公告中枢（预增公告预计净利润yoy+40%-60%）；其中，Q3单季度净利润同比大幅提升91.5%至158.13亿元；负债端COR同比优化，驱动承保利润高增，资产端受益于资本市场上涨，公司配置结构优化放大了市场上涨的正向效果，总投资收益大幅增长（前三季度同比提升84.02亿元）。

COR改善幅度超预期，承保利润同比高增183%。前三季度公司原保险保费收入yoy+3.5%至4431.82亿元，保险服务收入yoy+5.9%至3859.21亿元，表现稳健。优结构、降成本、控风险态势下，前三季度综合成本率yoy-2.1pct至96.1%，表现优于预期（我们预计yoy-1.8pct），同比改善幅度较1H25进一步提升0.7pct。量价齐升，有效推动前三季度承保利润yoy+130.7%至148.65亿元。细分险种来看：

- **车险承保利润持续高增：**前三季度公司车险保险服务收入yoy+3.7%至2276.32亿元，综合成本率同比优化2.0pct至94.8%，持续表现亮眼。量价齐升态势下，承保利润yoy+64.8%至117.29亿元；其中，Q3单季度承保利润yoy+56.7%至30.03亿元。
- **非车险COR改善幅度超预期：**前三季度公司非车险保险服务收入yoy+9.3%至1582.89亿元，综合成本率同比优化2.5pct至98.0%；承保利润同比转亏为盈至31.36亿元（1-3Q24受灾影响非车险承保亏损6.76亿元），表现超出我们的预期。

投资表现亮眼。公司在持续提升权益配置比例的同时有效把握权益市场投资机会，前三季度年化总投资收益率yoy+0.8pct至5.4%，表现亮眼。截至9月末，公司金融资产中分类为AC/FVOCI/FVTPL的资产规模分别达1478.84/2756.55/1412.37亿元（资产负债表口径，与中报披露口径略有出入），占比分别达26.2%/48.8%/25.0%，环比-0.6pct/-0.9pct/+1.5pct。

投资分析意见：维持“买入”评级，上调盈利预测。前三季度公司资产、负债两端表现均超预期，我们上调25-27年净利润预期至481.16/498.83/572.17（原预测为368.52/408.99/471.24亿元）。公司成本管控成效持续显现，大灾影响下车险COR维持低位，非车险COR超预期改善，看好后续新能源车险新规及非车险“报行合一”对负债端承保表现的积极影响。截至11月3日，公司收盘价对应PB(25E)为1.31x，维持“买入”评级。

风险提示：长端利率下行、权益市场波动、大灾频发、政策影响超预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	457,203	485,223	513,209	550,267	591,607
同比增长率 (%)	7.7%	6.1%	5.8%	7.2%	7.5%
净利润	24,585	32,173	48,116	49,883	57,217
同比增长率 (%)	-15.7%	30.9%	49.6%	3.7%	14.7%
每股收益 (元/股)	1.11	1.45	2.16	2.24	2.57
BPS (元/股)	10.53	11.72	13.10	14.54	16.17
P/E	15.48	11.83	7.91	7.63	6.65
P/B	1.62	1.46	1.31	1.18	1.06

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

合并利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	457203	485223	513209	550267	591607
保险服务费用	-431991	-465392	-487549	-520552	-556110
分出再保险合同保险净损益	-6142	-5451	-5765	-6182	-6646
保险服务业绩	19070	14380	19895	23533	28850
承保财务损失	-10127	-9901	-11937	-14120	-17310
分出再保险财务收益	1246	1234	1305	1399	1505
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	11710	11860	12066	13030	14165
其他投资收益	4077	15118	30486	29818	34865
信用减值损失	-423	911	364	372	379
其他收入	195	254	267	280	294
其他财务费用	-1151	-1193	-1217	-1241	-1266
其他营业费用	-2203	-1763	-1847	-1972	-2107
应占联营公司及合营公司损益	5530	7123	7479	7853	8246
汇兑收益净额	111	-8	-10	-12	-14
税前利润	28035	38015	56852	58940	67607
所得税费用	-3469	-5854	-8755	-9076	-10411
净利润	24566	32161	48098	49864	57196
归属于：					
母公司股东	24585	32173	48116	49883	57217

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。