

中国财险（02328.HK）——2025 投资者开放日点评

打造非车险核心竞争力

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn 执证编码：S0980523060004
 证券分析师： 王京灵 0755-22941150 wangjingling@guosen.com.cn 执证编码：S0980525070007

事项：

2025 年 11 月 7 日，中国人保&中国财险在深圳召开 2025 年投资者开放日，会议主题为《非车险高质量发展的实践和展望》，在非车险“报行合一”落地背景之下，公司全面介绍了其当前在非车险业务领域的发展情况。

国信非银观点：作为我国财险行业龙头，公司非车险业务将成为集团“十五五”期间增长的第二曲线，并通过专业化、数字化、协同化三大领域，巩固其在高质量发展新阶段的竞争优势。随着非车险业务“报行合一”的落地，将有效推动行业从“规模竞赛”转向“价值深耕”。我们预计手续费率透明化与费用压降直接利好承保利润率的提升，预计以中国财险为代表的头部财险龙头公司的 COR 将得到显著改善，我们对于公司维持“优于大市”的评级。

评论：

◆ 非车险“报行合一”落地，利好头部财险公司

2025 年 7 月，国家金融监督管理总局下发《关于加强非车险监管有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称“《通知》”），首次明确“非车险”定义，同时标志着非车险“报行合一”将于今年 11 月 1 日起正式实施。《通知》首次明确了非车险范围，即是指财险公司经营的除车险、农险、出口信用险、短期健康险和意外险之外所有保险业务。除车险外，农险及出口信用险为政策型险种，市场化程度偏低，同时意健险同时属于人身险范畴，因此本次政策首次从监管层面明确了非车险业务范围，并针对相应业务提出针对性监管政策，旨在统一行业标准，优化中长期承保盈利水平。其核心是通过“五不得三必须”设定刚性经营红线，直击行业手续费虚高、条款执行走样、应收保费风险及规模导向偏差等“顽疾”。

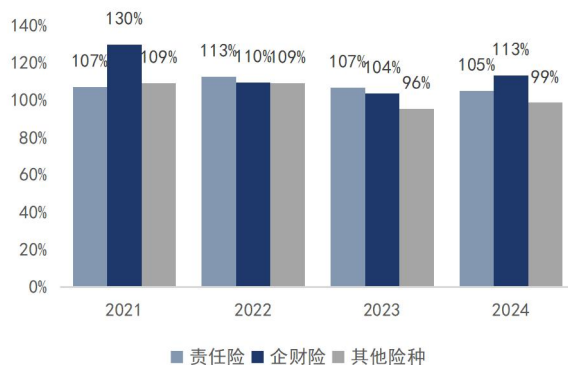
表1：非车险业务范围

	是否在本次非车险“报行合一”范围中	备注
车险	×	于 2018 年开始执行“报行合一”
农险	×	政策性保险（非纯市场化）
出口信用险	×	政策性保险（非纯市场化）
短期健康险和意外险	×	人身险
非车险	安全生产责任险	√
	企财险	√
	雇主责任险	√
	工程险	√
	家财险	√
		√

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

目前，非车险因部分险种较新，历史定价及理赔经验缺乏，叠加手续费“内卷”，导致行业非车险业务面临加大的亏损压力。以中国人保为例，截至 2024 年末，责任险、企财险及其他险种合计保费收入占比达 15.7%，其中责任险及企财险均面临较高的承保亏损压力。

图1：2024 年中国人保部分非车险险种 COR（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

◆ 作为行业“头雁”，中国财险不断增强非车险业务核心能力

当前，保险行业竞争范式正经历深刻变革。随着利率下行与“报行合一”等监管政策的推进，传统以价格和费用为核心的竞争模式难以为继，行业逐步向定价能力、风控水平和减量服务等专业化维度转变。。截至 2025 年第三季度，公司非车险保费在财险行业中占比已达 50.1%，首次超越车险，而中国人保非车险保费占比略高于行业平均，市占率稳居 32.4%。在非车险领域，中国人保已打造了六大核心能力：精准报价、全域拓客、严谨核保、专业理赔、再保支持及风险减量服务。这些能力共同构成了其差异化竞争的护城河。

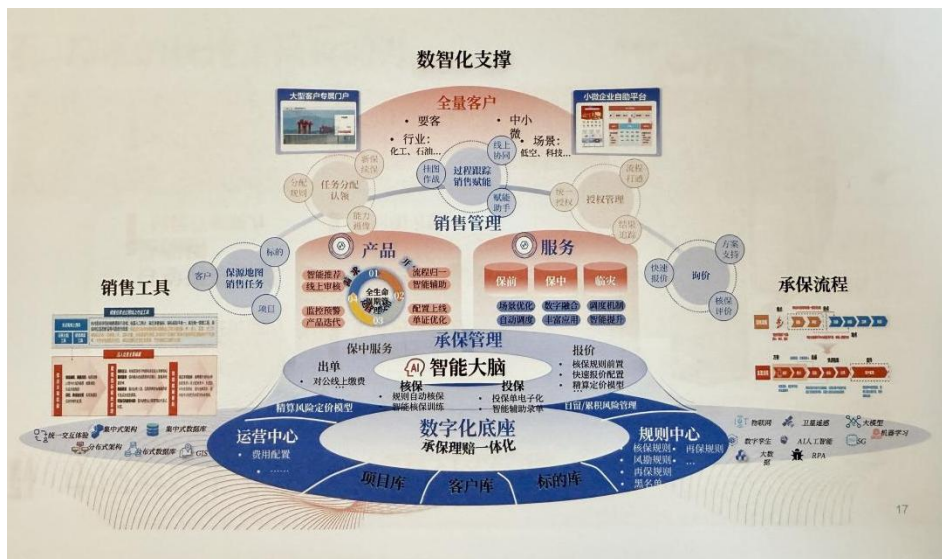
图2：中国财险非车险业务架构



资料来源：中国财险投资者开放日材料，国信证券经济研究所整理

集团在风险减量服务中深度融合数字化工具，成为业内首批落地 DeepSeek 大模型私有化部署的企业，实现非车险经营环节的智能化重塑。

图3: 公司数智化建设赋能非车险业务流程



资料来源：中国财险投资者开放日材料，国信证券经济研究所整理

此外，在海外业务拓展中，通过人保财险、人保再保与人保香港的协同，已覆盖全球 138 个国家，为“一带一路”等出海项目提供风险保障 1.7 万亿元。该“内外协同”的模式，既提升资源利用效率，也增强了公司跨区域服务的韧性。

图4: 公司建立海外业务经营模式



资料来源：中国财险投资者开放日材料，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

近年来，非车险业务持续扩容，在财产险总保费中的占比已从 2019 年的 37.1% 攀升至 2024 年的 47.4%，贡献接近半数财险保费规模。然而高速发展伴随恶性竞争加剧，部分机构为抢占份额，通过拆分保额、更改标的使用性质变相降费，或虚列“会议费”“咨询费”等科目套取手续费，导致费用结构失真、承保利润承压。随着非车险业务“报行合一”的落地，将有效推动行业从“规模竞赛”转向“价值深耕”。我们预计手续费率透明化与费用压降直接利好承保利润率的提升，预计以中国财险为代表的头部财险龙头公司的 COR 将得到显著改善，我们对于公司维持优于大市的评级。

◆ 风险提示

自然灾害频发导致 COR 上升；资本市场震荡导致投资收益不及预期；保费增速不及预期等。

相关研究报告：

《中国财险（02328.HK）-承保盈利改善，投资收益提升》——2025-11-03
《中国财险（02328.HK）-承保盈利提升，龙头优势夯实》——2025-08-27
《中国财险（02328.HK）-承保端改善，投资显弹性》——2025-04-30
《中国财险（02328.HK）-负债端稳中提质，资产端收益稳健》——2025-03-28
《中国财险（02328.HK）-风险定价水平提升，新能源车险提质增效》——2024-11-12

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	16,526	19,370	20,145	21,152	22,210	保险业务收入	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
应收保费	27,312	27,022	28,373	29,792	31,281	保险服务收入	457,203	485,223	508,663	535,722	563,424
衍生金融资产	0	1	2	3	4	利息收入	11,710	11,860	12,097	12,581	13,084
其他应收款	27,312	27,022	28,373	29,792	31,281	投资收益	4,077	15,118	23,433	24,136	25,101
定期存款	57,785	77,156	79,471	82,650	85,955	手续费及佣金收入	0	1	2	3	4
物业、厂房及设备	24,091	24,419	24,419	24,419	24,419	汇兑收益	111	(8)	0	0	0
投资性物业	7,576	7,234	7,596	8,051	8,535	其他收益	195	254	264	277	291
无形资产	0	0	0	0	0	营业收入合计	473,296	513,681	544,457	572,717	601,901
其他资产	0	0	0	0	0	行政开支	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
资产总计	703,623	778,244	821,196	862,721	906,549	保险业务手续费及佣金支出	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
卖出回购金融资产款	40,037	39,642	40,633	41,852	43,108	保险服务费用	431,991	465,392	491,514	516,285	541,985
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	0	0	0	0	其他业务支出	3,354	2,956	3,074	3,228	3,389
应付账款及票据	0	0	0	0	0	营业支出合计	445,895	482,789	503,965	529,217	555,521
其他应付款	0	0	0	0	0	利润总额	22,310	30,892	40,493	43,499	46,380
保险合同负债	373,586	401,837	417,910	434,627	452,012	净利润	24,566	32,161	41,550	44,292	46,927
应付税项	8	0	0	0	0	归属于母公司净利润	24,585	32,173	41,565	44,308	46,944
递延所得税负债	0	0	0	0	0						
其他负债	46,007	52,619	54,724	56,913	59,189						
负债合计	469,319	517,622	540,239	568,994	601,304						
总权益	234,304	260,622	280,957	293,727	305,245						

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收增速	7%	9%	6%	5%	5%
每股收益	1.105	1.446	1.868	1.991	2.11
每股净资产	10.534	11.718	12.632	13.206	13.724
EBIT Margin	5%	6%	7%	8%	8%
ROIC	10%	12%	15%	15%	15%
ROE	10%	12%	15%	15%	15%
P/E	16.11	12.31	9.53	8.94	8.44
P/B	1.69	1.52	1.41	1.35	1.30

##ROW51_ ##ROW51_ ##ROW51_ ##ROW51_ ##ROW51_
COLUMN2# COLUMN3# COLUMN4# COLUMN5# COLUMN6#
##ROW51_COLUMN1## # # # #

##ROW51_ ##ROW51_ ##ROW51_ ##ROW51_ ##ROW51_
COLUMN9# COLUMN10 COLUMN11 COLUMN12 COLUMN13

##ROW52_ ##ROW52_ ##ROW52_ ##ROW52_ ##ROW52_
COLUMN9# COLUMN10 COLUMN11 COLUMN12 COLUMN13
##ROW52_COLUMN8## # # # #

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032