

买入

2026年4月15日

结构升级与价值释放共振，财险龙头迈入高质量新周期

- **承保+投资双增长，高分红政策延续：**公司 2025 年实现归母净利润 404 亿元(YOY+26%)，原保险保费 5,558 亿元(YOY+3%)，市占率 31.6%；综合成本率 97.5%(-1.3pct)，承保利润 125 亿元(YOY+119%)。2025 年公司总投资资产收益率为 5.8%，稳中有增，双轮驱动盈利增长。此外，公司全年每股派息 0.68 元(YOY+26%)，末期股息 0.44 元，分红比例超 37%。
- **车险夯实基本盘，非车提质增效，COR 均持续下行：**2025 年车险保费 3,057 亿元(YOY+2.8%)，其中家自车保费 2,264 亿元(YOY+3%)，续保率 77.9%(+1pct)，龙头优势稳固。车险 COR 为 95.3%(-1.5pct)，综合费用率 20.9%(-3pct)，“报行合一”费用管控成效显著。承保新能源车数量同比增长 34.3%，短期面临出险率偏高、维修贵等压力，但出险率已进入下行通道。2026 年 7 月起重型货车强制配备 AEB、新能源车型风险分级制度稳步推进，精准定价与风控升级，2026 年相关车险综合成本率有望得到进一步改善。同时，非车险保费 2,500 亿元(YOY+3.9%)，COR 为 100.8%(-1pct)。其中，意健险保费 1,076 亿元(YOY+6.4%)，企财险保费增速亦达 4.4%，文旅险等新兴险种快速放量。此外，随着非车险减费出单政策全面落地，公司应收保费率大幅压降，企财险、雇主责任险等重点险种费用持续下行，26 年趋势延续，非车承保盈利可期。
- **投资结构优化，适度增配权益：**公司总投资资产 7,604 亿元(YOY+12%)，总投资收益 387 亿元(YOY+13%)；收益率为 5.8%(YOY+0.1pct)。固收类投资 4,383 亿元(YOY+7.7%)，占比 57.6%(-2.6pct)，其中国债/政府债占比显著提升，高等级利率债为核心压舱资产。权益类投资 2,125 亿元(YOY+25%)，占比 27.9%(+2.8pct)。FVOCI 类权益占比 64%，以红利资产为主。25Q4 受债市波动影响，投资收益同比下滑 61.1%，但全年收益保持稳健增长。
- **全球布局打开空间：**目前产险市场处于新旧动能转换关键时期，新产品处于适配期，为利润成长蓄能。而在海外市场，2025 年公司海外业务保费同比增长 12%，跨境风险保障能力持续增强。公司依托中国香港、泰国等现有据点逐步辐射东南亚及欧洲市场，深度挖掘千亿级海外风险保障蓝海市场，打开长期成长天花板。
- **目标价 20.3 港元，维持买入评级：**公司商业模式得天独厚，车险底盘稳固、非车盈利有望逐步兑现，承保利润持续增厚资产，投资收益稳健增长。此外，公司高股息政策清晰可持续，2025 年每股股息同比增长 26%，分红比例超 37%。看好公司持续的盈利能力以及稳定增长的股东回报，我们给予 2026 年 1.25 倍 PB 估值，得出目标价 20.3 港元，维持买入评级。
- **风险提示：**新能源车险及非车险成本改善不及预期；自然灾害频发等

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

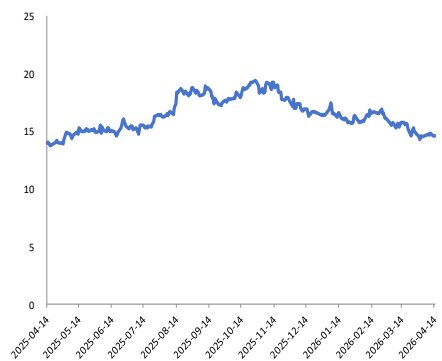
主要资料

行业	保险
股价	14.74 港元
目标价	20.30 港元 (+37.7%)
股票代码	2328.HK
已发行 H 股股本	69 亿股
H 股总市值	1017 亿港元
52 周高/低	19.55 港元/13.07 港元
每股净资产	14.33 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

截至12月31日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
保险服务收入(百万元)	485,223	511,594	535,765	561,942	590,360
变动(%)	6.1%	5.4%	4.7%	4.9%	5.1%
归母净利润(百万元)	33,173	40,370	43,616	47,552	51,464
基本每股盈利(元)	1.49	1.82	1.96	2.14	2.31
变动(%)	34.9%	21.7%	8.0%	9.0%	8.2%
市盈率@14.74港元(倍)	8.7	7.1	6.6	6.0	5.6
市净率@14.74港元(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
每股股息(元)	0.54	0.68	0.70	0.76	0.84
股息现价比率(%)	4.18%	5.26%	5.42%	5.87%	6.51%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

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					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
保费收入	538,055	555,777	582,036	610,473	641,346	盈利指标					
净赚保费	485,223	511,594	535,765	561,942	590,360	净资产收益率	13.0%	14.7%	14.4%	14.3%	14.1%
承保费用	(479,510)	(499,059)	(519,035)	(542,845)	(569,455)	总资产收益率	5.1%	5.8%	5.7%	5.9%	6.0%
承保利润	5,712	12,535	16,729	19,095	20,904	净投资收益率	5.7%	5.8%	5.6%	5.6%	5.6%
投资收益	11,860	11,933	38,897	41,314	44,313	承保综合成本率	98.8%	97.5%	96.9%	96.6%	96.5%
其他营业费用	(1,763)	(2,911)	(3,501)	(3,718)	(3,988)	营运表现					
财务费用	(1,193)	(976)	(1,526)	(1,526)	(1,526)	车险保费增长率	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
税前盈利	38,015	47,701	50,599	55,165	59,703	非车险保费增长率	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
所得税	(5,854)	(7,324)	(6,983)	(7,613)	(8,239)	承保利润增长率	-43.9%	119.5%	33.5%	14.1%	9.5%
归母净利润	33,173	40,370	43,616	47,552	51,464	归母净利润增长率	34.9%	21.7%	8.0%	9.0%	8.2%
						每股指标 (元)					
						每股收益	1.45	1.82	1.96	2.14	2.31
						每股净资产	11.72	12.98	14.24	15.62	17.09
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					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
以摊余成本计量的金融投资	136,060	150,493	159,034	169,635	181,029	除税前利润	38,015	47,701	50,599	55,165	59,703
以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产	243,771	286,708	302,980	323,176	344,882	其他	(33,104)	(37,633)	(21,180)	(22,920)	(24,882)
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	120,066	149,630	158,122	168,662	179,990	所得税	(4,561)	(7,892)	(13,813)	(7,613)	(8,239)
现金及等价物	19,370	23,273	30,959	33,022	35,240	经营活动现金流	36,464	43,048	24,434	34,523	44,774
总资产	778,244	860,498	911,750	967,555	1,027,560	资本开支	(3,182)	(3,442)	(3,312)	(3,377)	(3,345)
卖出回购金融资产款	39,642	65,779	65,779	65,779	65,779	其他投资活动	(24,364)	(39,678)	(33,614)	(35,476)	(37,684)
保险合同负债	401,837	433,224	453,692	475,859	499,924	投资活动现金流	(27,546)	(43,120)	(36,926)	(38,853)	(41,029)
预提费用及其他流动负债	52,619	57,830	60,562	63,521	66,734	卖出回购金融资产变动	(386)	26,138	26,138	26,138	26,138
总负债	517,622	571,795	595,013	620,139	647,417	支付股利	(15,503)	(12,723)	(15,583)	(16,874)	(18,737)
股本	22,242	22,242	22,243	22,244	22,244	其他融资活动	9,839	(9,403)	(2,352)	(2,352)	(2,352)
非控股权益	2,698	2,729	2,729	2,729	2,729	融资活动现金流	(6,050)	4,012	8,203	6,912	5,049
股东权益	257,924	285,974	314,008	344,687	377,414	期末现金及等价物	19,370	23,273	30,959	33,022	35,240
负债权益合计	778,244	860,498	911,750	967,555	1,027,560						

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被带往美国、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。