

2026 年 05 月 28 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



看好承保利润趋势优化，短期车商和辅助驾驶冲击或可控

——中国财险行业分析和展望

投资要点：

- **财险行业商业模式成熟，海外涌现较多优质标的。**财险行业历史悠久，其商业模式的特点包括需求较刚性，现金流较好，客群复用价值较高、通常无刚性利息支出，市场格局较好等。美国的丘博保险(CB.N)、旅行者集团(TRV.N)、前进保险(PGR.N)在2010–2025年期间股价复合增速分别达到了15.1%、14.6%和21.6%，是长期股价表现优秀的标的。以丘博保险为例，2020–2025年期间其承保保费复合增速达到10.2%，综合成本率由2021年的89.1%优化至2025年的85.7%，ROE由2020年的6.2%提升至2025年的15.0%。
- **2026年中国财险行业不同险种保费同比增速或有分化。**虽然受新车销量基数等影响，2026年中国车险保费同比增速或有一定压力，但我们看好货运险、个人健康险和科技相关险种保费的同比增长，有利因素包括贸易活跃度较高、非标产品创新和人工智能、集成电路、智驾、低空经济规模化落地后保障需求的扩容。
- **头部财险公司2026–2027年的承保利润或趋势向好。**驱动的因素包括车险综合费用率有望进一步下降、再保成本有望下降、新能源车险定价系数区间调整、市场主体加大对家自车等优质业务获取力度，以及非车险综合整治效果或逐渐体现等。
- **车商和辅助驾驶技术短期对传统财险龙头公司的冲击可能不大。**以特斯拉保险业务为例，其存在着赔付率显著较高，以及理赔等服务响应较慢等不足；我们认为当前辅助驾驶技术短期或带来更多保费，以北京拟推出的智能网联新能源汽车商业保险开发应用为例，本次专属保险将原厂标配的智驾核心软硬件，以及车主合规自费升级的激光雷达、毫米波雷达、车载域控制器、智驾系统等全部纳入赔付范围，由于保障责任或更全面、保障额度或更充足，我们认为这可能给保险公司带来新的保费增量。
- **投资分析意见。**基于海外优秀个股的标杆作用，以及对承保趋势的看好，我们维持对行业“看好”评级。推荐市场份额较高的中国财险和具有互联网渠道优势的众安在线。
- **风险提示。**行业竞争加大风险、巨灾持续频发风险、资本市场波动风险

1. 财险商业模式成熟，海外涌现多个长期优质个股

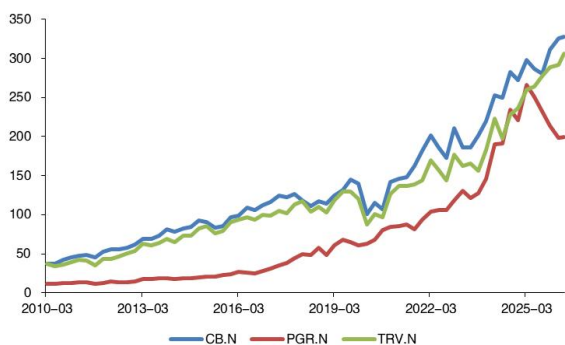
财险行业商业模式成熟。财险业务是指以财产及其相关利益为保险标的，对自然灾害或意外事故所造成的财产损失或者人身伤害承担赔偿责任的保险业务，财险行业历史悠久，已经发展出了较为成熟的商业模式。

我们认为财险商业模式具有以下较好的特点：a) 刚需属性较强：如车险、企财险在各种宏观环境下都有需求。b) 现金流较好：财险业务的模式为期初先收费，即保费先流入，后随着触发理赔产生现金流支出，业务期间可沉淀较多的浮存金。c) 客群复用价值高：如个人车主可叠加家财险、意外险，企业客户可延伸工程、物流、雇主责任险等。d) 行业竞争格局较稳定：牌照准入较严格，头部公司在定价、渠道、理赔的壁垒比较显著，以中国财险行业为例，2025 年中国财险原保险保费收入的全市场市占率达到 31.6%。e) 通常无刚性利息支出：财险业务一般为一年期业务，无需给投保者承诺的收益，因此无长期利率风险。

海外财险行业涌现出多个长期股价表现出色的优质个股。以美国为例，2010 年-2025 年丘博保险 (CB.N)、旅行者集团 (TRV.N)、前进保险 (PGR.N) 股价复合增速分别达到了 15.1%、14.6% 和 21.6%。出色的股价表现背后是较好的业务和财务数据，以丘博保险为例：

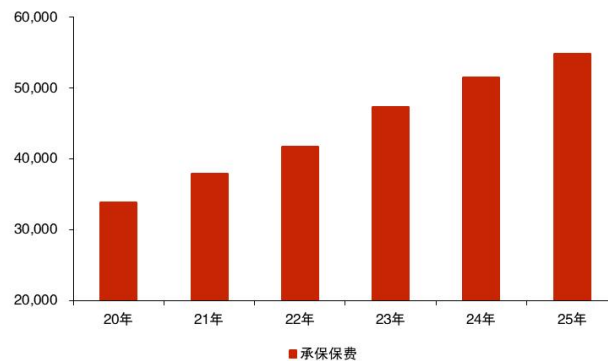
1. 承保保费增速较快，使得财务报表扩张：2025 年丘博保险承保保费为 548.4 亿美元，2020-2025 年的复合增速为 10.2%。
2. 承保利润表现良好：或受益于良好的财务纪律性和优质的客户结构，近年来丘博保险的财险业务综合成本率 (COR) 趋势向好，由 2021 年的 89.1% 优化至 2025 年的 85.7%，是公司利润的基石。
3. 扣非归母净利润和 ROE 提升：受益于承保保费的增加和 COR 的优化，丘博保险的扣非归母净利润由 2020 年的 35 亿美元增长至 2025 年的 104 亿美元，ROE 由 2020 年的 6.2% 提升至 2025 年的 15.0%。

图表 1：丘博保险、前进保险和旅行者集团股价：美元



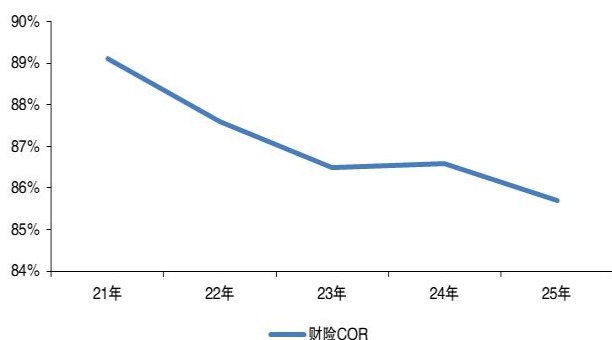
资料来源：wind，华源证券研究所
数据截至 2026 年 5 月 26 日

图表 2：丘博保险承保保费：百万美元



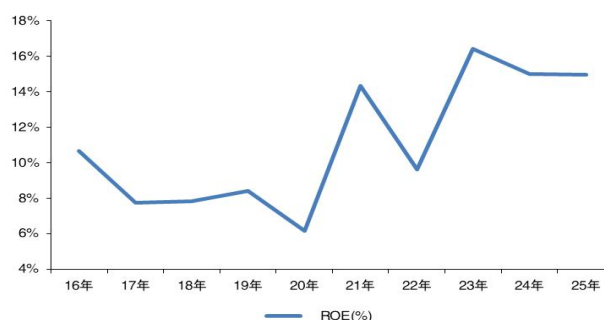
资料来源：丘博保险年报，华源证券研究所

图表 3：丘博保险的财险 COR:%



资料来源：丘博保险年报，华源证券研究所

图表 4：丘博保险的 ROE 表现：%



资料来源：wind，华源证券研究所

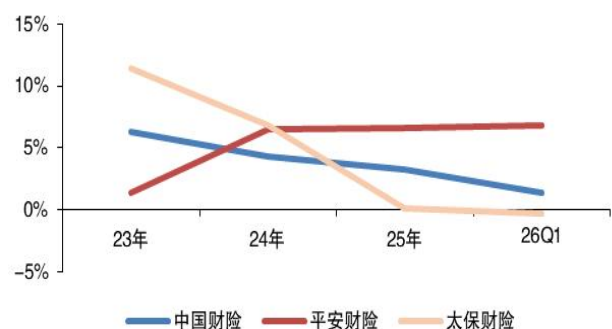
2. 中国财险行业不同险种保费增速或分化

近年来，多数中国大型财险公司的原保险保费（或保险服务收入）的同比增速有所下降。2026Q1 数据显示，中国财险和太保财险的原保险保费同比增速分别为 1.4%和-0.3%，众安在线的保险服务收入同比则是下降 0.4%。

我们认为 2026Q1 数据偏弱的原因可能包括：a) 2026Q1 受新能源汽车购置税政策切换及消费观望情绪影响，国内乘用车销量同比下降超过 20%，且新车保费一般高于旧车，因而 2026Q1 车险保费同比增速有一定压力。b) 各家公司或不再单纯追求保费的增长，而是更看重风险把控和高质量发展，如太保持续缩减个人信用保证保险保费规模，众安在线 2025 年压缩消费金融生态业务规模。

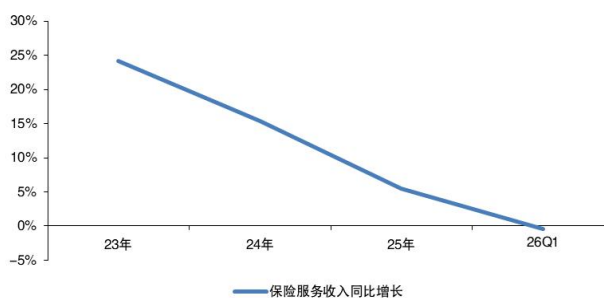
展望 2026 年全年保费同比增长趋势，我们认为不同险种间分化或较大：车险保费或受汽车销售的基数压力有所承压，农险保费或受部分区域招标延后以及非车险综合整治影响也有所承压，但我们看好货运险、个人健康险、科技类相关财险保费同比的较高增长，其中货运险主要驱动因素或是 2026 年以来较为活跃的贸易活动（2026 年前 4 个月，我国货物贸易进出口总值 16.23 万亿元人民币，同比增长 14.9%），个人健康险保费的驱动因素则可能包括非标体等产品创新等，科技类保险保费的增长动力或来自于我国人工智能、集成电路、智驾、低空经济规模化落地后保障需求的扩容。

图表 5：部分财险公司原保险保费同比增速:%



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 6：众安在线保险服务收入同比增速：%



资料来源：众安在线公告，华源证券研究所

3. 多重驱动因素或拉动承保利润趋势向好

我们看好财险行业 2026–2027 年承保利润趋势有望向好，驱动的因素包括：

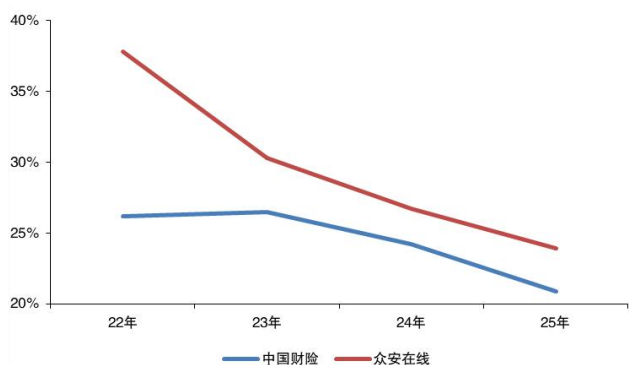
1、车险业务的综合费用率有望继续下行。近年来财险公司车险业务的综合费用率呈现逐年下降趋势，以中国财险和众安在线为例，其中中国财险车险的综合费用率于 2023–2025 年期间实现三连降，由 2023 年的 26.5% 下降至 2025 年的 20.9%，众安在线车险业务费用率改善的时间和幅度更为明显，由 2022 年的 37.8% 下降至 2025 年的 23.9%，我们认为财险公司车险业务综合费用率改善的主要原因是监管推行的车险“报行合一”费用政策。

展望未来，我们继续看好车险业务综合费用率的下降：一方面，我们认为车险“报行合一”政策的推动和落地是个循环渐进的过程，全国各地的进度或有不同，多个省市的执行力度或持续增强，另一方面 AI 等数字化技术或能提升车险运营的效率，根据中国平安 2025 年年报的披露，通过智能体与数字化应用赋能车险核保、理赔、营销作业等核心环节，2023–2025 年平安车险业务的运营成本降低了 1.0 个百分点。

2、再保成本有望下降。再保成本是财险公司重要的成本项，以中国财险为例，其 2024 年和 2025 年再保成本（利润表中的“分出再保险合同保险净损益”）为 54.51 亿元和 51.75 亿元，分别占公司保险服务收入的 1.12% 和 1.01%。

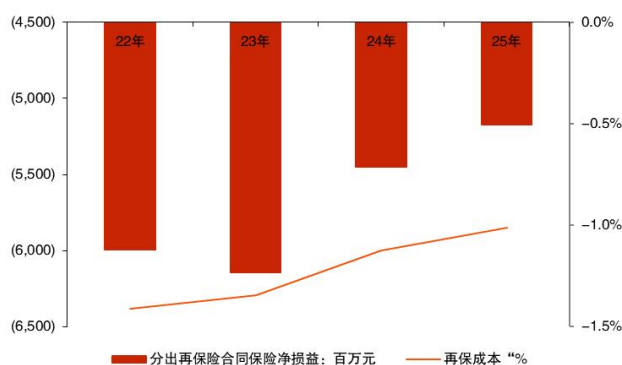
我们认为 2026–2027 年财险公司的再保成本有望下降，一方面根据中再产险的统计，2026 年初中国地区续转财产险再保业务中，无损失险位超赔业务和无损失巨灾损失业务费率均出现较明显的下降，另一方面我们认为优质的财险公司或通过集团内部再保安排的优化实现成本的下降。

图表 7：部分财险公司车险综合费用率情况：%



资料来源：各公司年报，华源证券研究所

图表 8：中国财险再保成本：百万元，%



资料来源：中国财险年报，华源证券研究所

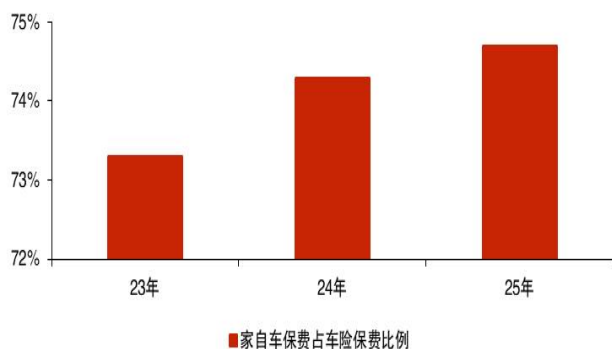
3、新能源车险涨价或带动部分业务承保利润提升。2026 年 3 月，新能源车险自主定价系数区间已完成新一轮调整，由[0.6–1.4]扩围至[0.55–1.45]，这是继 2025 年 9 月以来的第二次扩围，我们认为本次调整将使得新能源车险价格与风险更加匹配，部分风险较高的新能源运营车保险费用或上涨，从而有助于公司的承保利润进一步提升。

同时，我们认为随着驾车者对新能源汽车熟悉程度的提升和自动驾驶辅助技术的进步，新能源车险的出险率或出现一定程度的下降，也有利于车险的承保经营。再者，由于对营运车（网约车、出租车等）而言，新能源车的整体用车成本大概率低于燃油车（电费低于油费），较多营运车辆或在过去3年已经完成从燃油车切换成新能源车的转换，后续营运车结构恶化的概率或下降。

4、头部公司主动加强家自车等优质业务的获取力度。家自车（家庭自用车辆）主要是日常通勤，相比营运车（出租、货运、网约车）有年均行驶里程较短、驾驶行为更谨慎、出险频率相对更低的特点，因此是较为优质的业务，且家自车车主对品牌和服务依赖性相对较高，高续保意味着新增获客压力偏小，渠道费用更低。

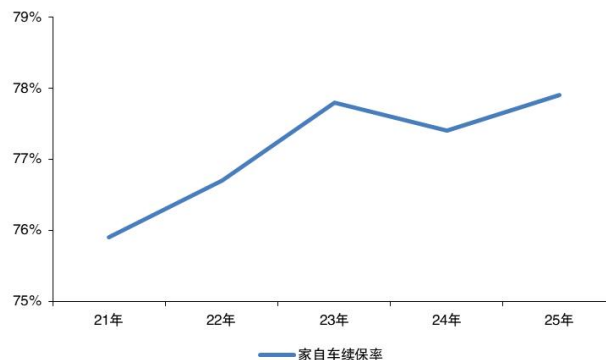
以中国财险为例，近年来其加快对家自车这类优质业务的获取力度，家自车保费占车险保费的比重由2023年的73.3%提升至2025年的74.7%，家用车的续保率则是由2021年的75.9%提升至2025年的77.9%。

图表 9：中国财险家自车保费占车险比例：%



资料来源：中国财险年报，华源证券研究所

图表 10：中国财险家自车续保率：%



资料来源：中国财险年报，华源证券研究所

5、非车险综合整治效果或逐渐显现。25年下半年监管发布《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》（金发〔2025〕36号），从多个维度规范非车险的发展。根据监管安排，自2025年11月起，企财险、安责险和雇主责任险将分别重新备案，其他产品则预计在2026年12月31日前重新备案。我们预计这些举措将使得部分非车险险种的费用率有所下降，且明确见费出单规则也有利于应收保费风险的下降。

图表 11：非车险综合整治相关内容



资料来源：中国人保公告，华源证券研究所

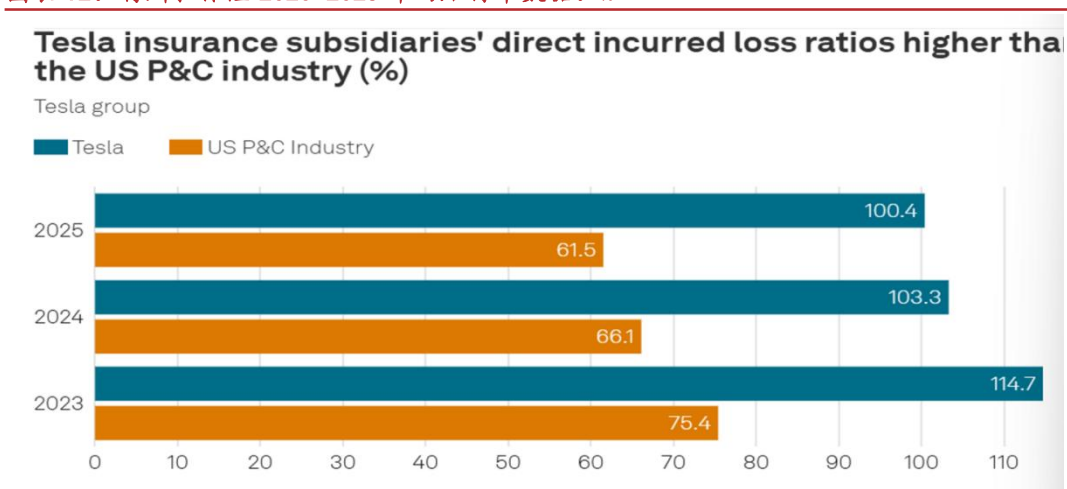
4. 短期车商和辅助驾驶冲击或可控

4.1. 新能源汽车厂商服务能力尚未成熟

当前部分投资者担忧特斯拉，比亚迪等汽车厂商亲自经营车险业务，是否会对传统财险龙头公司构成较大挑战，我们以特斯拉车险在美国的经营数据做如下分析。

特斯拉车险的赔付率远高于行业。根据公开数据披露，2025 年特斯拉集团下属的保险业务的赔付率（loss ratio）为 100.4%，较美国车险行业平均的 61.5%的赔付率高出 38.9pct，且 2023–2025 年期间并没有明显收窄和行业均值的差距。我们认为特斯拉车险赔付率偏高一方面和其专有零部件昂贵、传感器摄像头较复杂、一体化压铸车身等车型特点有关，另一方面我们认为当前辅助驾驶技术的应用场景有一定限制，其对车险实际出险率的影响还待研究，当前的精算积累数据可能还不足够，特斯拉在定价方面或过于激进，使得保费未能覆盖风险。

图表 12：特斯拉保险 2023–2025 年的赔付率数据：%



资料来源：S&P Global Market Intelligence, 华源证券研究所

特斯拉保险业务在理赔等多个服务环节或存在不足。2025 年 10 月，加州保险局（CDI, California Department of Insurance）发出新闻公告，对特斯拉保险相关公司提起执法行动，以制止损害加州驾驶人利益的保险业务行为。新闻公告显示，CDI 对特斯拉公司的主要指控包括：

- a) 在理赔处理的各个环节，严重拖延对保单持有人的响应，导致消费者遭受经济损失，自付费用增加，潜在第三方责任风险，并承受身心压力；
- b) 无正当理由拒赔、拖延向消费者支付合法理赔款；
- c) 未能对理赔申请进行全面、公正、客观的调查，导致消费者无法获得应有的保险保障。

CDI 的另一份文件显示 2022 年针对特斯拉保险服务公司处理理赔不当的投诉有 83 起，违规 26 项，到 2025 年，这些数字增加至 1,481 起投诉和 1,969 项违规，且特斯拉的理赔主管职位存在较大的人员流动（2023 年 4 月至 2025 年 5 月期间有三名不同人员担任理赔主管）。

我们认为及时响应投保者的理赔诉求并准确定损是财险公司的重要竞争力，传统财险龙头公司经过多年的经营，已经配置了较多相关客服人员，有相对完善的定损理赔流程，而特斯拉这类车商在切入保险业务的初期尚在客户服务方面有一定不足。

图表 13：加州保险局 2025 年 10 月对特斯拉公司保险业务的指控内容

The Department's accusations are based on the companies' ongoing systemic failures and willful unfair claims settlement practices including, but not limited to, the following alleged violations:

- ❶ Egregious delays in responding to policyholder claims in all steps of the claims handling process, causing financial harm, out-of-pocket expenses, potential third-party liability exposure, and distress to policyholders
- ❷ Unreasonable denials and delays in fully paying valid claims to consumers
- ❸ Failure to conduct thorough, fair, and objective investigations of claims, thus denying consumers the insurance benefits they expect
- ❹ Failure to advise policyholders of their rights to have their claims denials reviewed by the Department – a major consumer protection in California to make sure insurers are held accountable by their regulator

资料来源：CDI（California Department of Insurance），华源证券研究所

4.2. 辅助驾驶技术短期或带来更多保费

当前部分投资者还担心辅助驾驶技术会减少事故风险，从而降低车险保费，对保险公司不利，我们理解如下。

首先，我们认为当前辅助驾驶技术主要应用在高速、晴天、市区主干道这类相对安全的场景，应用场景相对有限，且当前尚没有足够的数据明确辅助驾驶技术对风险金额的影响程度。

其次从当前的政策导向和实践来看，辅助驾驶技术短期或带来更多保费：2026 年 3 月 29 日，北京金融监管局在 2026 中关村论坛年会“重大成果专场发布会”环节，正式宣布启动智能网联新能源汽车商业保险开发应用。根据北京金融监管局答记者问等披露，本次专属保险将原厂标配的智驾核心软硬件，以及车主合规自费升级的激光雷达、毫米波雷达、车载域控制器、智驾系统等全部纳入赔付范围，由于保障责任或更全面、保障额度或更充足，我们认为这可能给保险公司带来新的保费增量。

5. 投资分析意见

财险行业商业模式较为成熟，具有需求较为刚性，现金流较好，通常无刚性利息支出，市场格局较好等优势，海外涌现出较多优质标的。

虽然 2026 年中国车险保费同比增速或有一定压力，但货运险、个人健康险和科技相关险种有较强增长动力。我们看好在车险综合费用率有望进一步下降、再保成本有望下降、新能源车险定价系数区间调整、市场主体加大对家自车等优质业务获取力度，以及非车险综合整治效果或逐渐体现等因素下，头部财险公司 2026–2027 年承保利润或趋势向好。

我们认为当前辅助驾驶技术短期或带来更多保费，特斯拉等车商在保险业务服务上还有不完善之处，短期对传统财险龙头公司的冲击可能不大。

我们维持对行业“看好”评级。推荐市场份额较高的中国财险和具有互联网渠道优势的众安在线。

6. 风险提示

行业竞争加大风险：若财险市场竞争激烈程度加剧，公司需付出更多保险营销费用等，将会影响公司综合费用率水平，对承保利润造成负面影响

巨灾持续频发风险：若台风暴雨等巨灾频发，将会影响行业当期利润

资本市场波动风险：行业投资端收益直接受资本市场波动影响，若金融资产收益率下降，将直接影响公司业绩

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。