

中国财险(02328)

公司核心竞争力分析—公司专题系列研究(三)

事件: 公司股价近期表现较佳, 有市场高股息风格占优的原因, 但我们一直强调我们推荐公司核心逻辑在于公司的商业模式优异且公司竞争力突出, 我们在上一篇报告《财险是个怎样的行业? —公司专题系列研究(二)》基础上, 试图剖析中国财险的核心竞争力(主要聚焦在承保端), 本篇报告作为公司系列研究报告的第三篇, 力求全方位详解公司的核心竞争力从而展望后续公司发展, 总的来说我们认为公司竞争力有望推动业绩持续领先。

公司凭借先发优势稳稳占据行业第一

中国财险(2328.HK)作为国内最大的财险公司, 行业龙头地位凸显, 不论从规模还是从盈利能力来看都远好于行业大多数公司, 核心在于公司凭借承保端的竞争优势实现了强者恒强。从保费市场份额来看, 公司保费市占率始终处于行业第一, 2023年前11个月高达32.5%, 且与第二、第三名拉开较大差距; 从承保盈利能力来看, 公司的综合成本率显著优于中小公司及行业整体水平, 过去12年公司平均综合成本率为97.3%, 而财险行业平均水平为99.0%, 公司优于行业1.7PCT, 公司实现了量稳质优的业务表现。

公司在公司治理、业务布局、财务能力三方面具备显著优势

基于财险公司的经营逻辑, 我们认为财险公司的核心竞争力在于负债端的经营管理能力, 对于中国财险的竞争力, 可从以下三个维度进行分析: 1) 公司治理: 公司具备股东优势、人才优势、制度优势, 为公司业务领先奠定了坚实基础; 2) 业务发展: 公司负债端规模效应明显, 公司通过积极发力直销渠道、在承保标的产业链深入布局以提升经营效率, 服务网络优势提高客户忠诚度; 3) 财务数据: 公司盈利优于行业支撑公司持续健康发展。

盈利预测、估值与评级

中国财险作为我国财险行业的龙头公司, 当前规模和盈利均大幅领先其他同业, 公司凭借规模优势、股东优势、渠道优势等有望持续领先行业, 且2024年业绩改善的确定性较高, 我们看好公司2024年的业绩改善和估值持续修复。我们预计公司2023-2025年净利润分别为247/288/321亿元, 对应增速-7%/+16%/+12%。鉴于公司领先同业的承保盈利水平以及具有吸引力的股息率水平, 我们维持公司目标价12.0港元, 维持“买入”评级。

风险提示: 自然灾害超预期, 市场竞争加剧, 资本市场大幅波动。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	449,533	487,533	526,536	563,393	608,465
同比增长	3.8%	8.5%	8.0%	7.0%	8.0%
营业利润(百万元)	26,028	30,919	28,723	33,431	37,276
同比增长	5.5%	18.8%	-7.1%	16.4%	11.5%
净利润(百万元)	22,365	26,653	24,706	28,756	32,063
同比增长	7.2%	19.2%	-7.3%	16.4%	11.5%
每股收益(元)	1.01	1.20	1.11	1.29	1.44
PE	8.89	7.46	8.04	6.91	6.20
PB	0.97	0.93	0.85	0.79	0.72

数据来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年01月08日收盘价

行业: 非银金融/保险 II
 投资评级: 买入(维持)
 当前价格: 9.74 港元
 目标价格: 12.00 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	22,242.77/6,899.29
流通市值(百万港元)	67,199.12
每股净资产(元)	11.10
资产负债率(%)	66.72
一年内最高/最低(港元)	10.70/6.89

股价相对走势



作者

分析师: 曾广荣
 执业证书编号: S0590522100003
 邮箱: zenggr@glsc.com.cn
 分析师: 刘雨辰
 执业证书编号: S0590522100001
 邮箱: liuyuch@glsc.com.cn

联系人: 朱丽芳
 邮箱: zhulif@glsc.com.cn

相关报告

1、《中国财险(02328): 财险是个怎样的行业? —公司专题系列研究(二)》2023.12.26
 2、《中国财险(02328): 公司股价历史复盘—公司专题系列研究(一)》2023.11.30

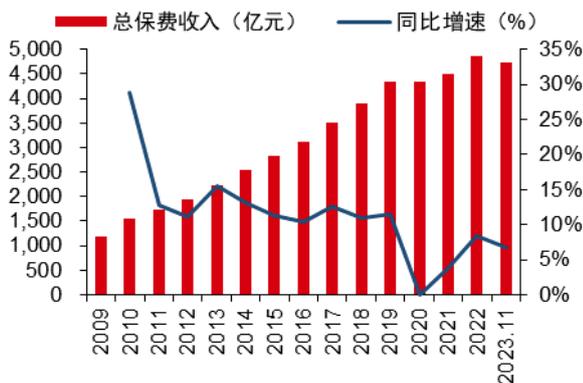
1. 中国财险当前行业地位分析

中国财险作为国内最大的财产保险公司，龙头地位凸显，不论从规模还是从盈利能力来看都远好于行业大多数公司，核心在于公司凭借承保端的竞争力实现了强者恒强。从保费市场份额来看，公司的保费市占率始终处于行业第一，且与第二、第三名拉开了较大差距，形成了较强的规模优势；从承保盈利能力来看，公司的综合成本率显著优于中小公司及行业整体水平，盈利能力显著强于同业。近年来尽管由于监管政策变化和行业竞争加剧，公司的市占率略有下滑，但后续随着车险监管趋严，中小公司靠费用竞争的方式或无法持续，公司凭借更强的品牌优势、服务能力等有望提高市场份额、提升盈利水平，进一步稳固行业龙头地位。

1.1 公司保费规模位居行业第一

中国财险历年的保费规模持续增长，整体保费市占率稳定在 1/3 左右，行业第一的市场地位稳固。2009 年以来公司的保费收入持续增长，2009-2022 年间保费的年复合增速为 11.4%，2023 年 1-11 月公司的保费收入同比增长 6.8% 至 4727 亿元。尽管近年来受汽车销量放缓和车险综改等因素的影响，公司的车险保费增速出现下滑，但公司整体保费市占率仍持续稳定在 1/3 的水平（2023 年前 11 个月的市占率为 32.5%），公司行业龙头的地位稳固，稳定的规模优势也支撑公司盈利稳定向好。

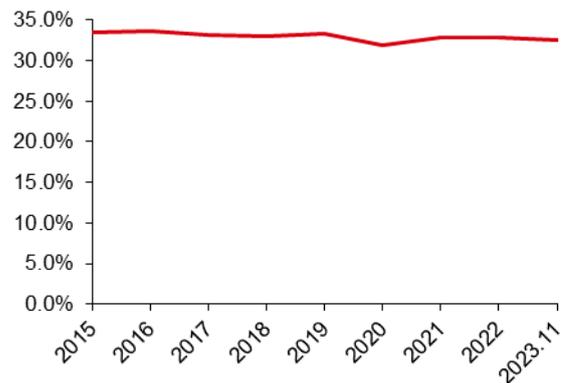
图表1：中国财险的总保费收入持续增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：除 2023 年前 11 个月的保费数据来自月度保费收入公告，其他数据口径均为年度报告，下同。

图表2：中国财险的整体保费市占率

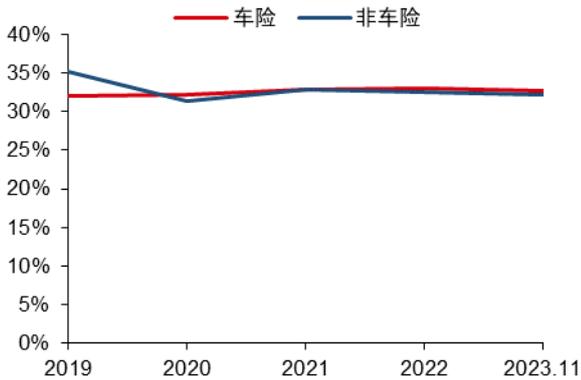


资料来源：国家金融监管总局，公司公告，国联证券研究所

备注：市占率的计算公式为公司该险种的保费收入除以行业该险种的保费收入，下同。

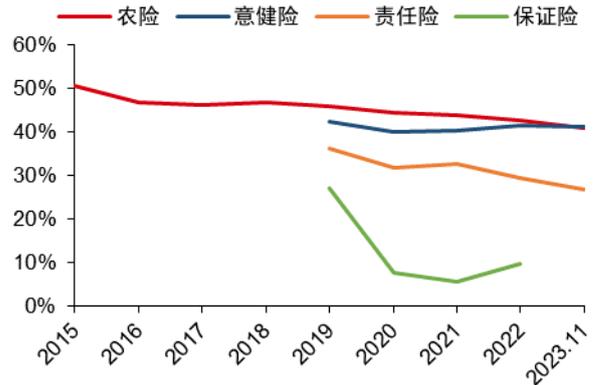
中国财险的车险和非车险市占率均在 1/3 左右，且非车业务中政府类业务的市占率更高。从公司细分险种的市占率来看，2023 年 1-11 月公司的车险和非车险市占率分别为 32.7%、32.2%，整体保持稳定。其中非车险业务中的农险、意健险、责任险的市占率分别为 40.9%、41.3%、26.7%，农险和意健险的市占率显著高于公司整体市占率水平，主要是由于公司作为央企，凭借股东优势承保了更多的政府类业务。

图表3：中国财险的车险及非车险市占率



资料来源：国家金融监管总局，公司公告，国联证券研究所

图表4：中国财险非车险中细分险种的市占率

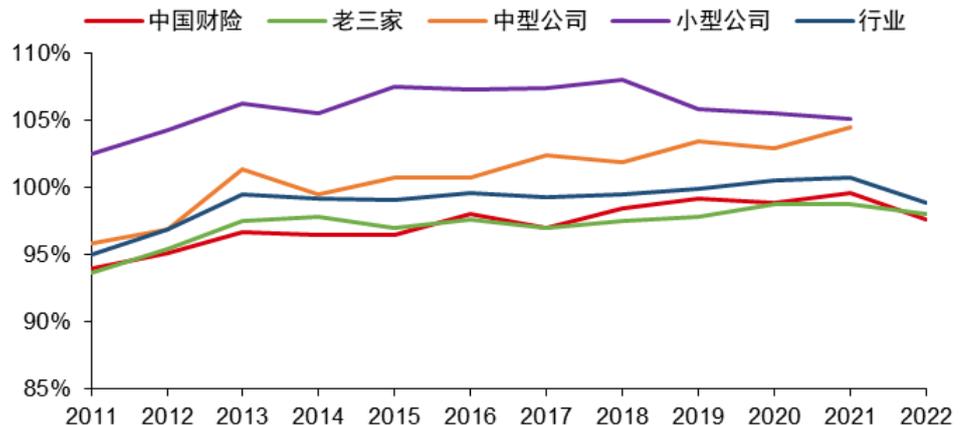


资料来源：国家金融监管总局，公司公告，国联证券研究所
备注：财险行业的意健险口径为意外险和健康险之和。

1.2 公司承保盈利显著优于行业

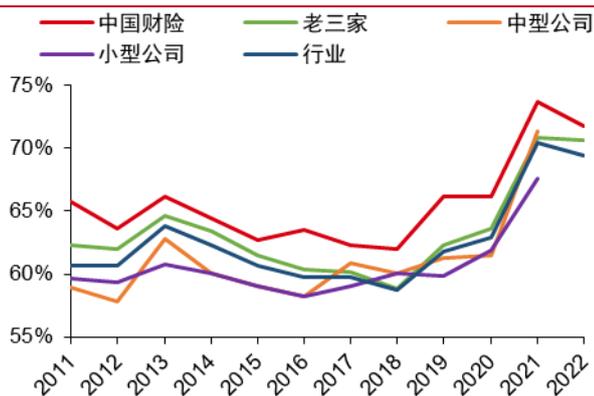
中国财险的承保盈利能力持续处于同业领先水平，主要是得益于公司在费用率上具有绝对优势。2011-2022年公司的平均综合成本率为97.3%，而财险行业为99.0%，公司相较行业的优势为1.7PCT，盈利优势显著。与中小型财险公司相比，公司的相对优势则更大。从综合成本率的结构来看，公司的综合赔付率相对较高、综合费用率相对较低。对于赔付率，近年来公司及行业整体的赔付率有所抬升，主要是由于车险综改以来，监管持续引导保险公司提高预期赔付率、降低附加费用率，导致保险公司的保费充足率有所下降，而公司的赔付率高于其他同业是由于公司非车险业务中政府类业务的赔付率天然更高，若剔除该因素，公司的赔付率依旧好于行业。对于费用率，公司的费用率水平显著优于其他同业是支撑公司的综合成本率低于行业的核心。具体来看，一方面是由于公司的规模优势更明显、固定成本费用显著更低，另一方面是由于公司具有品牌和服务等优势，在和4S店等渠道的合作中具有议价权，从而实现了更低的费用率。

图表5：中国财险和同业的整体综合成本率情况



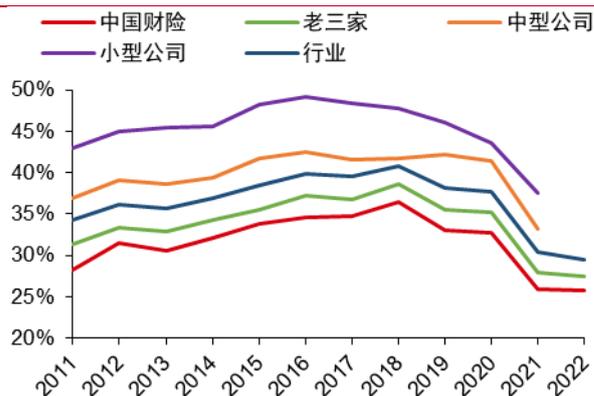
资料来源：公司公告，“13个精算师”公众号，国联证券研究所
备注：财险老三家指中国财险、平安财险、太保财险，下同。

图表6: 中国财险和同业的整体综合赔付率情况



资料来源: 公司公告, “13个精算师”公众号, 国联证券研究所

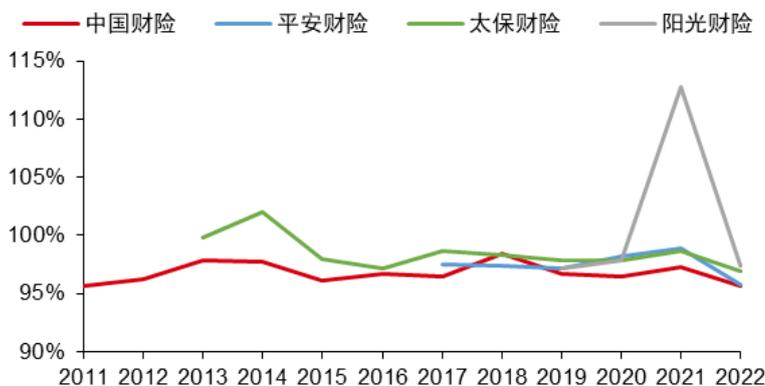
图表7: 中国财险和同业的整体综合费用率情况



资料来源: 公司公告, “13个精算师”公众号, 国联证券研究所

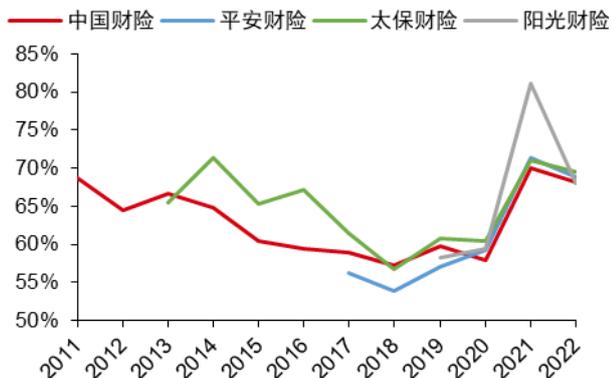
从细分险种来看, 公司在车险业务上的成本管控能力更强。公司的过去12年平均车险综合成本率为96.8%, 优于平安财险(过去6年平均为97.5%)、太保财险(过去10年平均为98.5%)、阳光财险(过去4年平均为101.3%)等其他头部公司。拆分来看, 公司的车险赔付率和费用率均相对更优, 主要得益于公司的精细化管理持续创造效益。

图表8: 中国财险和同业的车险综合成本率情况



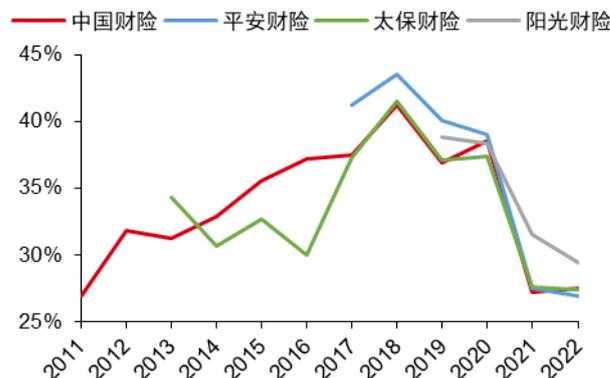
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表9: 中国财险和同业的车险综合赔付率情况



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所
备注: 平安财险的车险综合赔付率为测算值。

图表10: 中国财险和同业的车险综合费用率情况

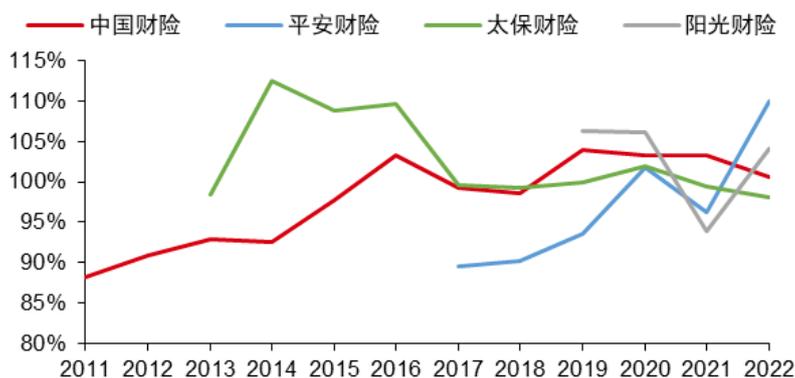


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司非车险业务的成本管控能力仍有提升空间。公司的过去12年平均非车险综

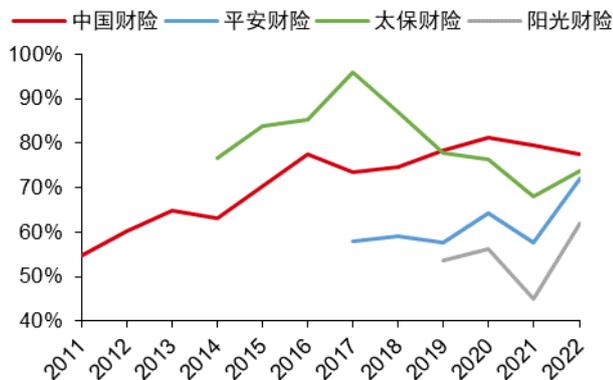
合成本率为 97.9%，整体好于太保财险（过去 9 年平均为 102.8%）、阳光财险（过去 4 年平均为 102.7%），但略差于平安财险（过去 6 年平均为 96.9%），主要是由于公司非车险的综合赔付率较高，近年来公司在拓展部分新险种时缺少历史经验和数据支撑，使得公司在部分险种上出现了一定的承保亏损（信保业务、责任险、企财险），进而导致公司赔付率上升，公司当前在持续优化公司承保的流程，聚焦风险减量管理，后续公司非车险业务的承保盈利能力有望持续优化。

图表11：中国财险和同业的非车险综合成本率情况



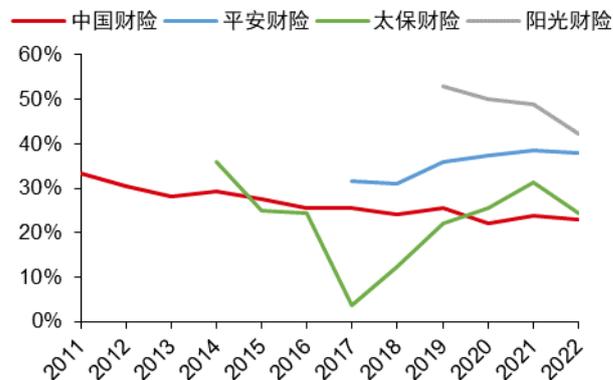
资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：中国财险和平安财险的非车险综合成本率为测算值。

图表12：中国财险和同业的非车险综合赔付率情况



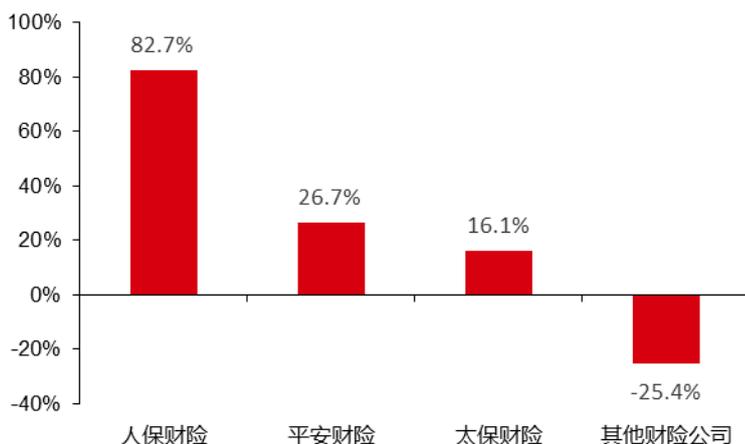
资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：平安财险的车险综合赔付率为测算值。

图表13：中国财险和同业的非车险综合费用率情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表14：2023H1 财险老三家承保利润占比情况



资料来源：“今日保”公众号，公司公告，国联证券研究所

1.3 监管政策趋严利于头部公司

监管政策对于车险行业发展起到了至关重要的作用，车险综改的核心目的在于降低费用率和提高赔付率、实现费率市场化。针对过往车险行业中存在的高定价、高手续费、经营粗放、竞争失序、数据失真等问题，2020年9月原银保监会推动实施车险综合改革，通过合理下调附加费用率、逐步放开自主定价系数浮动范围、优化无赔款优待系数等举措以健全商用车险条款费率市场化形成机制，从而达到“降价、增保、提质”的目标。根据原银保监会相关负责人介绍，截至车险综改一周年的2021年9月底，全国车险综合费用率为27.8%，同比下降13.5PCT，其中车险手续费率为8.4%，同比下降7.2PCT。同时随着车险综改的逐渐深入，市场竞争也逐步回归理性，从财险行业的市场集中度来看，车险综改一周年后财险老三家的保费市占率呈现企稳态势。

2023年在车险费用竞争略有抬升的背景下，监管适时发文要求财险公司加强车险费用管理并强化“报行合一”，后续费用竞争有望收敛。2022年在疫情影响汽车出行、自然灾害影响较小等因素的推动下，财险行业整体承保盈利有所改善，因此2022年底以来中小财险公司加大了费用投放，希望能抢占车险市场份额，但2023年“杜苏芮”等自然灾害影响加剧导致财险行业整体赔付率抬升，财险行业（尤其是中小公司）再次出现了承保亏损；同时资产端的投资收益承压也使得行业经营压力骤增。基于此，2022年底以来监管出台了《关于进一步扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》、《关于规范车险市场秩序有关事项的通知》、《关于加强车险费用管理的通知》等政策，旨在规范车险市场的不当竞争行为、压降车险费用率。同时为了进一步加强行业自律、强化合规经营，11月17日人保财险、平安产险、太平洋产险、国寿财险、中华财险、大地保险、阳光产险、太平财险等8家公司共同签署了《车险合规经营自律公约》，约定严格执行“报行合一”。预计在监管政策趋严的推动下，后续车险的承保盈利水平有望迎来改善，而头部公司的市场份额和竞争优势也将

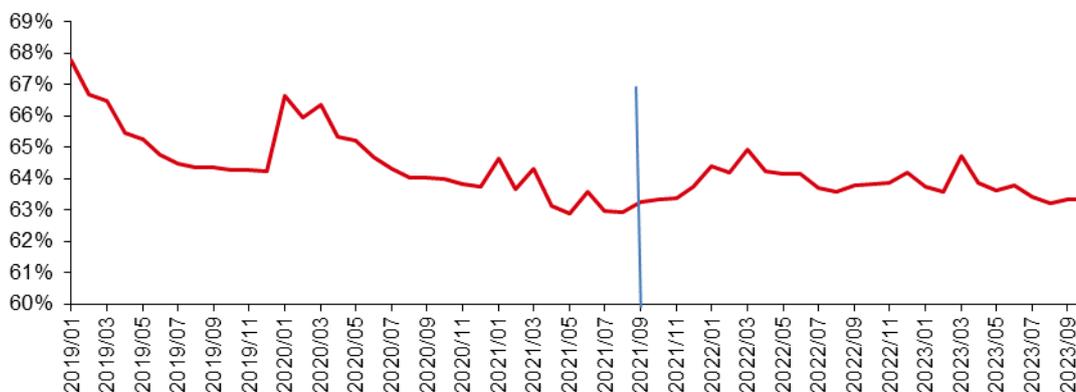
进一步扩大。

图表15：车险综改以来关于车险行业的监管发文

发文时间	发文机构	发文名称	发文的主要内容
2020/9/2	中国银保监会	《关于实施车险综合改革的指导意见》	1) 合理下调附加费用率：引导行业将商车险产品设定附加费用率的上限由35%下调为25%，预期赔付率由65%提高到75%。 2) 逐步放开自主定价系数浮动范围：引导行业将“自主渠道系数”和“自主核保系数”整合为“自主定价系数”。第一步将自主定价系数范围确定为[0.65, 1.35]，第二步适时完全放开自主定价系数。 3) 优化无赔款优待系数：引导行业在拟订商车险无赔款优待系数时，将考虑赔付记录的范围由前1年扩大到至少前3年，并降低对偶然赔付消费者的费率上调幅度。 4) 科学设定手续费比例上限：引导行业根据商车险产品附加费用率上限、市场经营实际和市场主体差异，合理设定手续费比例上限，降低一些销售领域过高的手续费水平。
2020/9/9	中国银保监会	《示范型商车险精算规定》	1) 明确费率厘定基本原则、保费计算公式及所使用的行业基准、附加费用率的标准等。 2) 规定险企应建立费率回溯和产品纠偏机制，动态监测、分析费率精算假设与公司实际经营情况的偏离度，及时调整商车险费率。 3) 明确了保费充足性测试的计算公式和保费不足准备金的评估标准。
2021/12/14	中国保险行业协会	《中国保险行业协会新能源汽车商业保险专属条款（试行）》	1) 把电池、电机和电控明确纳入车损险的保障范围。 2) 将保障范围扩大到车辆各类使用场景，包括行驶、停放、充电和作业。
2022/12/30	中国银保监会	《关于扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》	进一步扩大财产保险公司定价自主权，商业车险自主定价系数浮动范围扩大为[0.5, 1.5]。执行时间原则上不得晚于2023年6月1日。
2023/6	国家金融监督管理总局	《关于规范车险市场秩序有关事项的通知》	要求保险公司严禁盲目拼规模、抢份额，向分支机构下达不切实际的保费增长任务要求保险公司严格费用预算、审批、核算、审计等内控管理，据实列支各项经营管理费用，强化手续费核算管控。
2023/9	国家金融监督管理总局	《关于加强车险费用管理的通知》	通过“九不得”以全面加强车险费用内部管理。引导附加费用率合理下调及科学设定商车手续费比例上限以健全商车险费率市场化形成机制。要求“报行合一”以全面从严监管商业车险费用。

资料来源：金融监管总局，原银保监会，中国保险行业协会，国联证券研究所

图表16：车险综改一周年后财险老三家的保费市占率整体呈现企稳态势



资料来源：金融监管总局，各公司公告，国联证券研究所

2. 公司承保端优势显著且可持续

对于财险公司的竞争力，我们在上一篇报告《财险是个怎样的行业？—公司专题系列研究（二）》中提到“负债端是评价财险公司经营好坏的重要标准，负债端的高效经营可以为财险公司资产端提供更好的保证”，考虑到当前我国保险资管在投资上的差异性并不大，我们认为财险公司的核心竞争力在于负债端的经营管理能力。中国财险近年来持续推动提升公司治理能力，其中比较大的变化为2021年启动“三湾改编”，致力于重塑以客户为中心的组织架构，组建个人、法人、政府三大事业部和普惠金融事业部，全面推进事业部制建设。以事业部为单位，公司推动IT、精算与业务深度融合，开发事业部专属工具，保障新的事业部模式高效运转，从而达到降本增效的目的。

而对于中国财险的竞争力，我们将从三个维度进行分析：**1) 公司治理维度：**公司作为央企，在很多业务领域可以很好的发挥股东优势，同时公司作为成立时间最长且规模最大的财险公司，在发展中培养了很多的人才。除此之外，公司作为行业领头羊，在业务发展模式上引领行业创新，率先提出多种业务模式、有效实现了降本增效；**2) 业务发展维度：**财险业务赔付端和费用端的规模效应极强，公司领先的业务规模很好地提升了经营效率；同时公司在业务先发优势下积极发力直销渠道和布局产业链，实现了对渠道费用的有效管控；公司通过构建完备的服务网络也有效提升了客户粘性；**3) 财务数据维度：**公司盈利向好使得财务结果较好，不论从分红能力还是风险防范能力来看，公司都优于行业。较好的财务结果支撑了公司持续高质量发展。

图表17：中国财险的部门设置情况

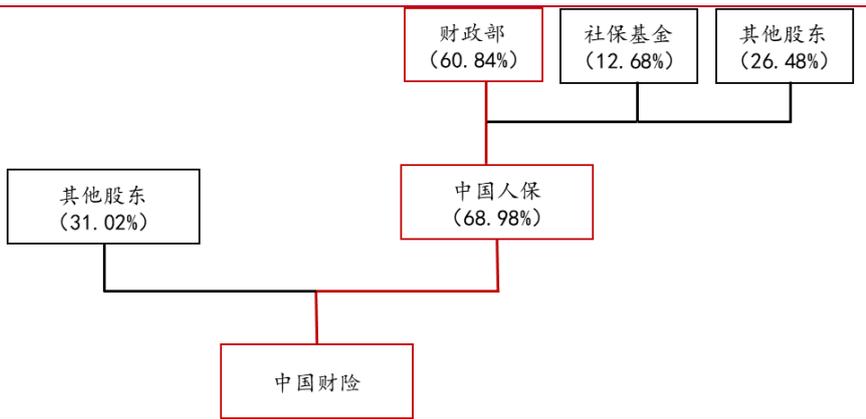


资料来源：公司官网，国联证券研究所

2.1 股东优势助力公司业务拓展

中国财险作为国内最大的财险央企，实控人为财政部，股东优势能有效赋能公司经营管理。截至 2023H1，中国人保集团持有公司 68.98% 的股份，是公司的第一大股东；而财政部持有中国人保集团 60.84% 的股份，因此财政部是公司的实际控制人。背靠财政部，公司凭借股东优势可以承保更多具有排他性的政策性保险，如农险、大病保险等。如图表 4 所示，公司农险和意健险的市占率显著高于公司的整体市占率水平。同时对于竞争激烈的法人业务而言，央国企法人客户在投保时会优先选择具有相似背景的保险公司进行合作，因此在股东背书下，公司在和其合作时有望更为顺畅。

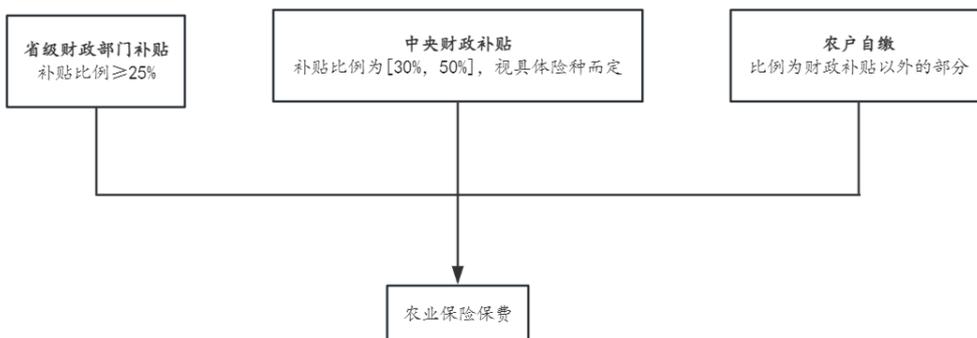
图表18：中国财险的股东情况（截至 2023H1）



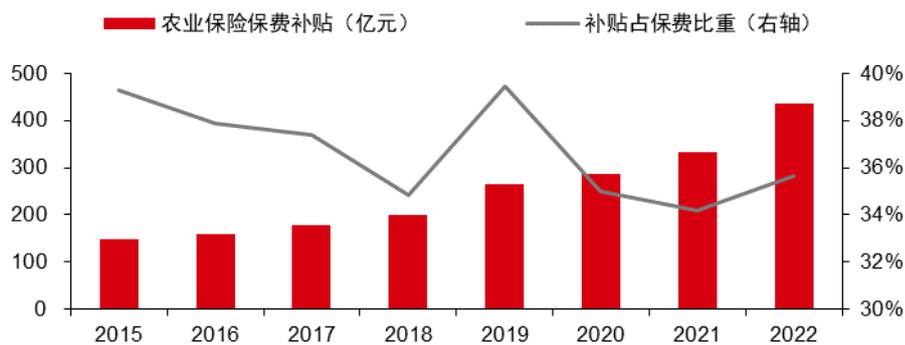
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

农险享有政府补贴，在财政部持续加大对农险的支持力度下，公司的农险业务规模有望持续增长。农险是由财政部牵头主责推动发展的，农险保费主要由中央财政和省级财政部门出资，农户自缴比例较低。近年来中央财政持续加大了对农险的补贴力度，2022 年中央财政拨付农业保险保费补贴达 434.53 亿元，同比增长 30.3%，中央财政的补贴比例为 35.6%。后续随着政府持续推动农业保险转型升级、助力乡村振兴，预计中央财政和省级财政部门会继续加大对农险的补贴力度，农险保费规模也将持续增长，而公司凭借股东优势有望承接更多的农险业务。

图表19：农险的经营思路



资料来源：国务院、财政部，国联证券研究所整理

图表20：中央财政对农险的补贴情况


资料来源：财政部、央视网、中国财经报，国联证券研究所

2.2 人才优势支撑公司经营领先

中国财险的管理团队一线工作经验丰富，对于财险核心业务领域均具有深入的见解。中国财险董事长王廷科自2020年以来担任中国人保副董事长和总裁，2023年5月获委任中国人保董事长、2023年10月起担任中国财险董事长至今。王总多年来深耕保险领域，对公司的业务发展方向和战略规划有深刻的认知。总裁于泽自1994年加入中国人保，在中国人保工作多年且具有丰富的一线工作经验。同时公司的其他高管均有过一线分公司工作经历，均担任过财险核心业务领域的专业技术人才，因此公司具备一支了解国情、经验丰富、能够在保险各领域为客户提供高品质和多样化专业服务的高管团队。

图表21：中国财险现任高管的履历

姓名	职务	个人履历
王廷科	董事长	2020.04 获委任中国人保副董事长、总裁。2023.05 获委任中国人保董事长，2023.10 起担任中国财险董事长。
于泽	总裁	1994.07 加入中国人保。2003.07-2006.10 任职于中国财险，曾任天津分公司车险事业部常务副总经理。2006.10-2019.12 任职于太平财险。2019.12 起获委任中国人保副总裁，2021.06 起担任中国财险总裁。
降彩石	执行副总裁	1988 年加入中国人保，历任中国人保天津市分公司国际部总经理、天津市分公司副总经理、中国人保财产保险部总经理，中国财险团险营销管理部及大型商业风险保险部总经理，中国财险深圳市分公司总经理，中国财险农业保险部总经理等职务。
沈东	执行副总裁，总会计师	1992 年加入中国人保，历任中国人保广西分公司财会处及再保险处处长助理、副处长、处长，中国财险广西分公司副总经理、中国财险财务会计部总经理等职务。
张道明	执行副总裁	历任中国财险市场研究部/渠道管理部总经理助理、副总经理、副总经理(主持工作)、浙江省分公司副总经理、江西省分公司总经理、广东省分公司总经理等职务。
董晓朗	总裁助理	历任中国财险安徽省滁州市分公司副总经理、合肥市分公司总经理、安徽省分公司副总经理、宁夏回族自治区分公司总经理、安徽省分公司总经理等职务。
胡伟	总裁助理	1990 年加入中国人保。历任中国财险山东省济宁市市中区支公司副经理、兖州支公司经理、济宁市分公司副总经理、济宁市分公司总经理、济南市分公司总经理、山东省分公司副总经理、山东省分公司总经理等职务。
吕晨	总裁助理	现兼任中国财险吉林省分公司总经理，历任中国人保办公室外事处处长、国际部总经理助理、政策性保险营业部总经理等职务。
邵利锋	总裁助理，首席信息官	1998 年加入中保财险，历任中国人保信息技术部软件开发处副处长、处长，中国财险信息技术部软件开发处处长、车险部副总经理、信息技术部总经理等职务。
毕欣	董事会秘书	1992 年加入中国财险，历任中国财险车辆保险部副总经理，上海分公司副总经理、理赔事业部总经理、理赔部/灾害研究中心总经理、理赔部总经理等职务。

资料来源：公司官网，Wind，国联证券研究所整理

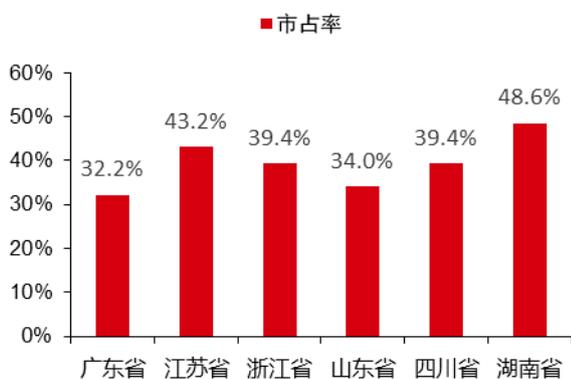
中国财险的主要事业部和分公司负责人均在公司工作多年，业务经验丰富。从可查的部分中层管理干部履历来看，公司车险事业部总经理和各省分公司总经理均在公司工作多年且在多地工作过，拥有十分丰富的财险业务经营管理经验。

图表22：中国财险主要事业部及分公司负责人的履历

姓名	职务	个人履历
袁辉	中国财险车险事业部总经理	1988年加入中国财险福州市分公司，2007.01任福州市分公司总经理，2011.11任福建省分公司副总经理，2017.11升任总公司车辆保险部副总经理（主持公司），拥有丰富的车险运营管理经验。
许波	中国财险江苏省分公司总经理	曾任中国财险扬州市分公司党委书记、总经理，中国财险河南省分公司党委委员、副总经理。
岑志刚	中国财险浙江省分公司总经理	曾任中国财险浙江省分公司副总经理，主要分管农业险。
李旭	中国财险广东省分公司总经理	曾任中国财险江苏省公司副总经理。
张巍	中国财险北京市分公司总经理	曾任人保投资控股办公室综合处高级经理、人保董事及董事会相关专门委员会委员、人保运营共享部总经理。

资料来源：爱企查，企查查，士研咨询，我苏网，中国银行保险报网，国联证券研究所整理

人才优势是公司经营领先的重要基石。从中国财险在主要省份的保费市占率来看，2022年公司在广东省、江苏省、浙江省、山东省、四川省、湖南省等保费大省的市占率分别为32.2%、43.2%、39.4%、34.0%、39.4%、48.6%，在多数省份的市占率均超过1/3，好于公司整体水平，这得益于公司拥有高素质的管理团队和遍及财险核心业务领域的专业技术人才。

图表23：2022年中国财险在各主要省份的保费市占率


资料来源：国家金融监管总局，公司公告，国联证券研究所

备注：财险行业的浙江省保费收入为浙江省+宁波市之和，广东省的为广东省+深圳市之和，山东省的为山东省+青岛市之和。

2.3 模式创新助力公司长期领先

中国财险创新性地推出了一系列业务发展模式实现降本增效，助力公司保持长期竞争优势。对于保险经营全流程中遇到的问题，公司提出了“保险+风险减量服务+科技”的新商业模式，旨在借助风险减量服务手段、通过主动介入方式以降低事故发生概率或事故损失程度。对于出险后的修理环节，公司推出了“驾安配”平台，维修机构可以直接从主机厂调配件，通过省去中间流转环节以降低理赔成本。对于出险

后的事故处理环节，公司积极推进“警保联动”、“余杭模式”，借助线上系统和多方联动等方式做到快速勘察、定损、理赔，从而提高理赔效率、提升理赔服务能力。在公司创新模式的赋能下，公司、车主和维修机构能实现三方共赢，公司也可以进一步提高客户满意度和粘性、降低理赔等成本，公司相较同业的优势也持续扩大。

图表24：中国财险提出的创新模式及主要内容

创新模式	主要内容
风险减量服务	保险公司为提高社会抗风险能力、降低社会风险成本，通过投入资金、技术、人员等方式主动介入被保险标的的风险管理，协助被保险人降低保险事故发生概率或降低事故损失程度。
“驾安配”平台	对接生产商和一级经销商，为维修企业与车主提供配件质量过硬、价格优势明显的汽车配件的B2B汽配电商平台，从而实现降本增效。
警保联动	系统、人员、站点和服务的“四个联动”。 1) “系统联动”：公安交警“12123系统”与保险理赔核心系统相对接，实现“远程定责”、“线上理赔”，省去客户去交警队定责、定损点定损等繁琐程序，“让数据多跑路、让群众少跑路”，理赔时间从几天缩减到最短15分钟。 2) “人员联动”：保险公司的理赔人员能在智能系统的快速引导下，第一时间赶往事故现场，开展现场查勘工作，既节约了警力、又提高了效率。 3) “站点联动”：针对农村警力覆盖不足的问题，设立农村交通安全劝导站，保险公司协保员作为交通劝导员，开展道路交通安全检查劝导和巡查，及时制止各类交通违法违规行为。 4) “服务联动”：发挥保险公司机构覆盖优势，将以往只能在政府机构办理的业务植入保险公司网点，设立车驾管社会服务站，办理机动车临牌、驾驶证补换证、交通违法处理、罚款缴纳等业务，为老百姓打造“家门口”的车管所。
余杭模式	在法院、公安、保险公司、司法鉴定机构等相关单位参与的交通事故一体化处理中心的基础上，通过流程对接、系统对接和数据共享，以调解前置、规则统一和信息系统运行行为核心，为交通事故当事人提供在线人身损害赔偿计算、赔偿调解、立案应诉和保险赔付的一体化处理模式。

资料来源：公司公告，公司官网，中国银行保险报，国联证券研究所整理

图表25：中国财险风险减量服务的管理架构



资料来源：公司投资者开放日推介材料，国联证券研究所

图表26：中国财险警保联动和“驾安配”的内容

警保联动

- 率先搭建与公安交警高效协同平台，探索与政府职能部门强耦合的全新合作“双赢”服务新模式。
- 打造“百姓家门口的车管所”。

汽车服务平台

“驾安配” “车主惠”

买优质配件 就上驾安配

驾安配官方服务号

现在用手机注册 关注即领券

- “驾安配”覆盖36个省级分公司362个地市，对财险供货综合减损率达到13%。
- 到2021年目标：“驾安配”服务维修企业客户超过4万家，交易额突破80亿元。
- “车主惠”为车险客户提供洗车、保养、快修等20余项服务。
- 到2021年目标：“车主惠”APP预计实现500万装机量，日订单超过5万。

资料来源：公司投资者开放日推介材料，国联证券研究所

2.4 规模优势有效助力降本增效

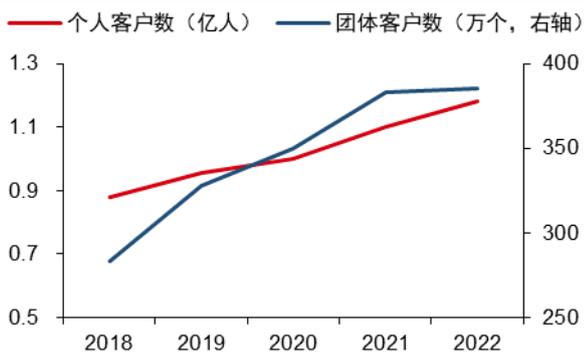
公司的保费规模持续位居行业第一，庞大的业务体量使得公司固定成本的摊薄效果更为明显、经营效益更佳。比如，公司承保了行业最多的机动车，庞大的数据量支撑公司定价更为精准；公司作为财险龙头，随着自身品牌影响力持续提升，公司在和4S店等合作时具备议价能力；公司的客户数量和业务规模持续增长也使得公司的单位固定成本摊薄效果更显著。

2.4.1 数据优势支撑精准定价

中国财险的客户数和承保量持续增长且规模庞大，形成了独有的数据资源优势。

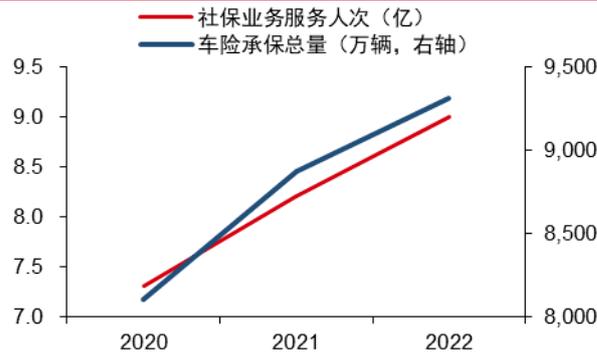
2022 年末，公司的个人客户数量达 1.18 亿人、团体客户数量达 385 万个，客户规模持续壮大；同时公司的社保业务服务人次和车险承保总量均持续增长，庞大的客户数和承保规模助力公司形成了独有的数据优势。基于数据优势，在“大数法则”下公司的定价更为精准，公司通过“从人、从车、从用”等诸多风险因子建立了行业领先的风险识别模型、精准的保费定价模型。同时公司也可以通过价费联动选择优质客户，因此公司的业务结构和业务品质均优于行业。

图表27：中国财险的客户数量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表28：中国财险的车险承保量和社保业务服务量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.4.2 品牌优势助于降低费用

中国财险的品牌价值高、品牌优势凸显，在与其他主体合作时拥有较强的议价能力。根据 S&P Global 公布的 2023 年全球财险公司保费排行榜显示，中国人保以 730.9 亿美元保费位居全球第二大财险公司；根据英国品牌评估咨询公司 Brand Finance 公布的 2023 年全球最强保险品牌排行榜显示，中国人保位居全球第七；同时中国人保也是冬奥会、亚运会等重要赛事和活动的保险合作伙伴。因此可以看出，公司的品牌影响力和品牌价值在国内外均处于领先水平。正是由于公司具备显著的品牌优势，因此在面向第三方采购行业道路救援、安全监测、代为驾驶、代为送检等增值服务，以及在与汽车维修机构协商零配件、工时费时，公司均具有较强的议价能力，这使得公司的理赔成本和渠道费用率等均明显低于其他同业。

图表29：2023 年全球最大财险公司保费排行榜

Rank	Company Name (Ticker-Exchange)	Headquarters	Type of premium	P&C premiums (\$B) ¹
1	State Farm Mutual Automobile Insurance Co.	US	DPW	77.59
2	The People's Insurance Co. (Group) of China Ltd. (1339-SEHK)	China	GPW	73.09
3	Berkshire Hathaway Inc. (BRK.A-NYSE)	US	GPW	71.84
4	Allianz SE (ALV-XTRA)	Germany	GPW	71.34
5	Lloyd's of London Ltd. ²	UK	GPW	57.69
6	Liberty Mutual Holding Co. Inc.	US	GPW	56.58
7	AXA SA (CS-ENXTPA)	France	GPW	53.67
8	The Progressive Corp. (PGR-NYSE)	US	GPW	52.34
9	The Allstate Corp. (ALL-NYSE)	US	GPW	50.31
10	Ping An Insurance (Group) Co. of China Ltd. (2318-SEHK)	China	GPW	44.37
11	Zurich Insurance Group AG (ZURN-SWX)	Switzerland	GPW	44.17
12	Munich Re Co. (MUV2-XTRA)	Germany	GPW	43.84
13	Chubb Ltd. (CB-NYSE)	Switzerland	GPE	43.69
14	Talanx AG (TLX-XTRA)	Germany	GPW	40.89
15	American International Group Inc. (AIG-NYSE)	US	GPW	37.93
16	The Travelers Cos. Inc. (TRV-NYSE)	US	GPW	37.88
17	Tokio Marine Holdings Inc. (8766-TSE) ³	Japan	NPW	33.07
18	Swiss Re AG (SREN-SWX)	Switzerland	GPW	31.40
19	Assicurazioni Generali SpA (G-BIT)	Italy	GPW	30.15
20	MS&AD Insurance Group Holdings Inc. (8725-TSE) ³	Japan	NPW	29.11

资料来源：S&P Global，国联证券研究所

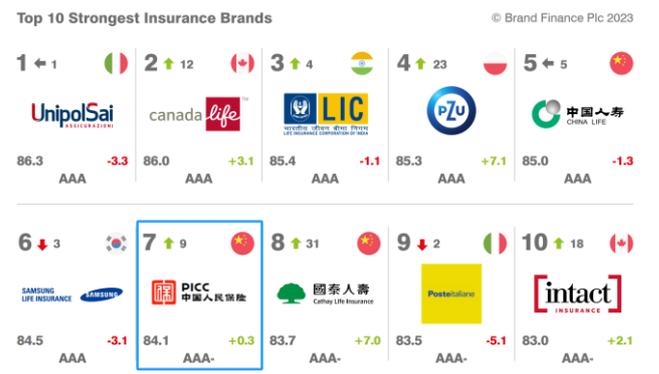
备注：数据统计区间为 2022. 04-2023. 03。

图表31：人保集团董事长王廷科向谷爱凌赠送了青春梦想保单——“谷爱凌专享保险”



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表30：2023 年全球最强保险品牌 10 强



资料来源：Brand Finance，国联证券研究所

备注：衡量标准为营销投入、股东权益和经营业绩。

图表32：中国人保与中国轮滑协会签约，成为中国轮滑协会官方合作伙伴

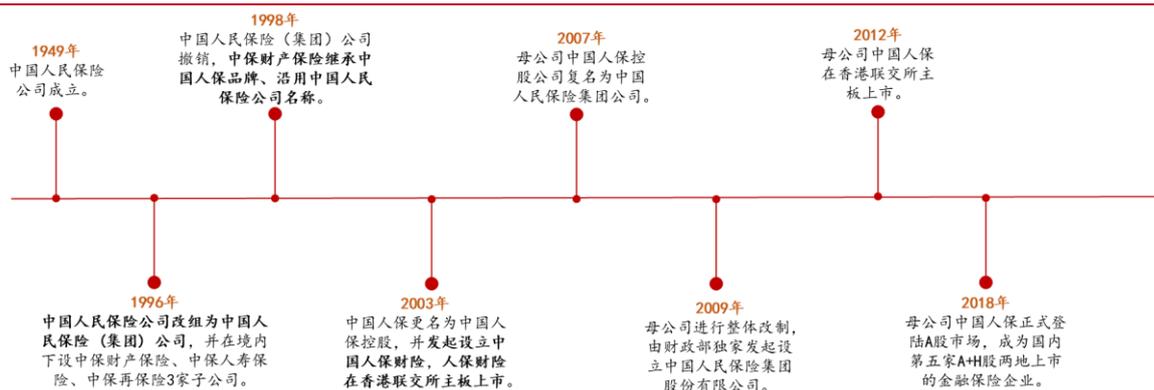


资料来源：公司官网，国联证券研究所

2.4.3 先发优势奠定客户基础

中国财险成立时间悠久，在细分险种的开展上具有先发优势。公司的前身是 1949 年成立的中国人民保险公司，是我国成立最早的财险公司，70 多年的财险经营经验使公司在精算、定价、产品等方面有着先发优势。同时作为行业龙头，在政策鼓励和探索发展新险种下，公司始终是行业的先行者，因此在细分险种上的布局更领先、经验更丰富，具备明显的先发优势。公司凭借先发优势可以率先与客户建立联系、通过提供服务以深度绑定客户，这也使得公司的客户基础更广，其他财险公司想赶超的难度较大。

图表33：中国人保&中国财险的发展历程

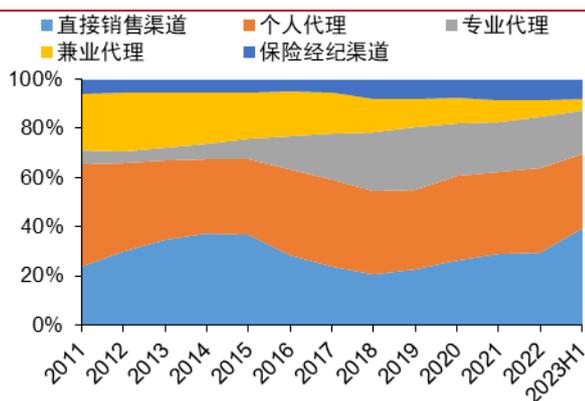


资料来源：中国人保招股说明书，中国人保官网，国联证券研究所

2.5 渠道优势显著降低费用成本

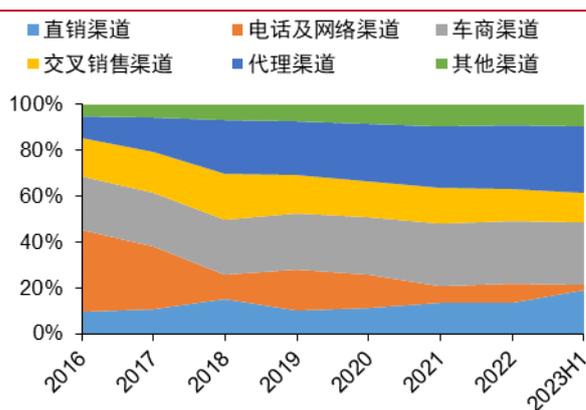
中国财险拥有较强的渠道掌控能力，与渠道合作时有更高的议价能力，从而能够降低渠道费用率。公司的直销直控渠道主要包括直接销售、个人代理和专业代理，近年来公司持续注重加强提升直销直控渠道的占比，截至 2023H1，中国财险的直销直控渠道占比达 87.2%，高于平安财险的 77.4%（直接销售、电话及网络、车商、代理渠道合计）。直销直控渠道的占比持续提升可以助力公司加强对渠道的掌控能力，从而达到降低渠道费率、提高理赔效率、提升承保盈利能力的目的。

图表34：中国财险分渠道的保费收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表35：平安财险分渠道的保费收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：不同销售渠道的优势和劣势

渠道类别	具体内容	优势	劣势
直销渠道	保险公司直接向车主进行销售,通常包括电话销售、网络销售线下销售。	价格优惠透明、投保方案自主选择性高。	前期建设成本较高。
车商渠道	通过 4S 店、汽车直营店及修理厂等渠道进行销售。	客户粘性较高、投保快捷、理赔方便。	渠道话语权更高。

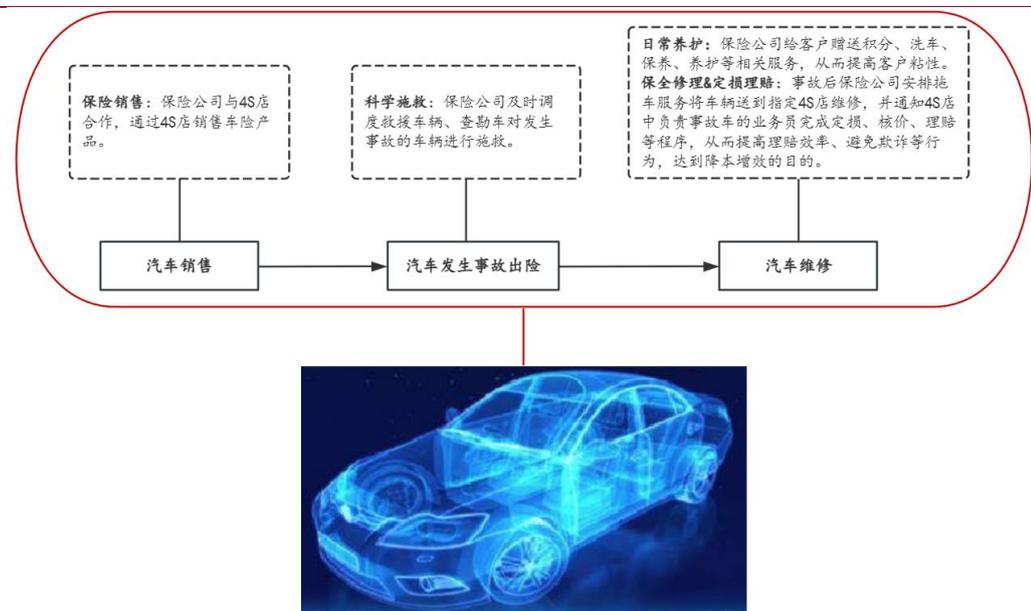
中介代理渠道	通过持有保险中介牌照的个人或公司进行销售，包括个人代理、专业代理、兼业代理。	价格便宜、理赔服务到位。	渠道话语权更高。
--------	--	--------------	----------

资料来源：国联证券研究所整理

2.6 产业布局领先提升议价能力

中国财险深度参与到汽车销售、出险、维修等全流程中，与4S店等渠道的深度合作使得公司的议价能力不断提升。对于保险公司在汽车产业链中扮演的角色，几乎贯穿汽车出厂后的全生命周期。对于汽车销售环节，保险公司通常与4S店绑定向客户销售车险产品，为客户提供汽车保障服务；对于汽车出险环节，保险公司通常会及时调度救援车辆、查勘车等对发生事故的车辆进行施救，以做到快速响应；对于汽车维修环节，发生事故的车辆会由保险公司安排拖车送到合作的4S店进行修理，同时保险公司会安排业务员对车辆进行定损理赔；若车辆未出险，保险公司也会每年给客户赠送洗车、保养等服务以提高客户粘性。中国财险对车险等业务的全产业链布局较为深入，因此公司在和4S店等渠道以及汽车零配件厂商等合作时，具有更大的话语权和更强的议价能力。

图表37：保险公司参与汽车销售到维修的全流程



资料来源：国联证券研究所整理

2.7 服务网络优势保证客户粘性

中国财险的分支机构和服务网点遍及全国所有城乡地域，可以为客户提供及时服务。从公司在全国的机构网点分布情况来看，公司拥有36家省级分公司、约1.4万个遍及全国城乡的分支机构和服务网点，机构网点的乡镇覆盖率超过98%，也是中

国网点最多的财险公司。公司构建了线上线下互动、城网农网结合的立体化销售服务网络，凭借遍及全国的分支机构和服务网点可以及时响应客户需求，为客户及时提供包括承保、理赔、咨询等在内的一站式服务，从而提升客户粘性。

图表38：中国财险机构网点的乡镇覆盖率超过 98%

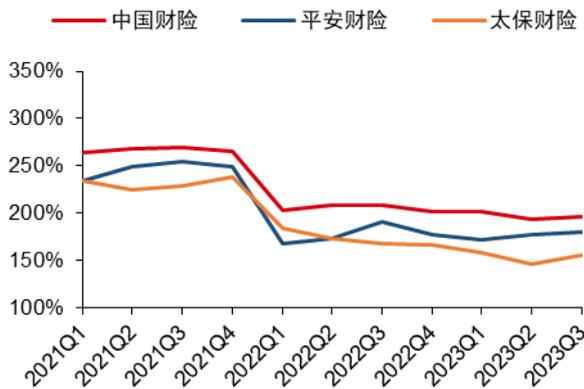


资料来源：公司官网，国联证券研究所

2.8 偿付能力充足保证稳健经营

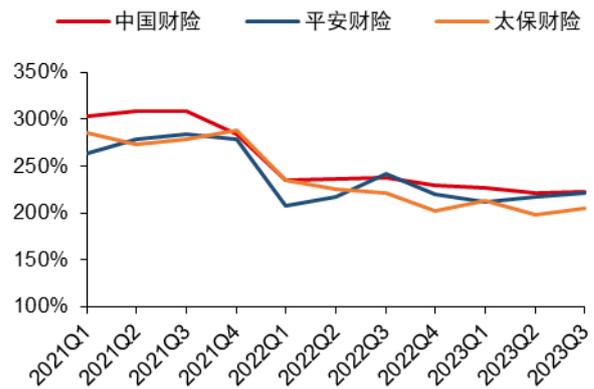
中国财险的偿付能力充足率持续优于主要竞争对手，这也意味着公司经营的稳健性更强且风险更为可控。从财险老三家的偿付能力充足率来看，2023Q3 中国财险、平安财险、太保财险的核心偿付能力充足率分别为 195.4%、180.1%、154.7%，综合偿付能力充足率分别为 223.3%、220.7%、204.7%。偿二代二期工程实施以来，保险行业整体的偿付能力充足率出现了下降，部分保险公司面临一定的资本补充压力。但中国财险的偿付能力充足率仍好于主要竞争对手且明显高于监管要求（核心/综合偿付能力充足率分别高于 50%/100%），因此公司的资本补充压力较小、风险也更为可控，不需担心后续的经营压力。

图表39：财险老三家的核心偿付能力充足率



资料来源：各公司偿付能力报告，国联证券研究所

图表40：财险老三家的综合偿付能力充足率



资料来源：各公司偿付能力报告，国联证券研究所

3. 投资建议：公司核心竞争力突出可保证盈利持续改善

通过上文对公司承保端竞争优势的分析，我们认为公司有望长期保持卓越的竞争力，从而助力公司盈利持续增长。作为财险行业质地最为优异的公司，在过往多年的发展中，公司在保证业务规模领先的基础上、持续注重“量的稳健增长和质的持续改善”，行业龙头地位始终稳固。当前公司也更为聚焦高质量发展，着力提升经营效益。具体来看，一方面公司通过优化业务结构以改善COR：对于车险业务，公司持续提升业务品质更优的家自车占比，2023H1 公司的家自车承保数量同比增长 6.7%、家自车保费占比同比提高 0.5PCT。对于非车险业务，公司持续压降高亏险种保费规模，持续提高自身对责任险、企财险等险种的风险识别和管控能力，2023H1 公司的责任险、企财险 COR 同比分别优化 2.0PCT、4.9PCT。另一方面公司通过创新业务模式以实现降本增效：公司提出“保险+风险减量服务+科技”的新商业模式，旨在将风险减量服务贯穿保前、保中、保后的全流程，协助被保险人降低保险事故发生概率和事故损失程度，从而实现公司、政府、客户三方共赢。这些措施都将在后续时间里助力公司业务质量的持续改善，以及相对优势的进一步扩大，我们认为公司长期竞争力有望持续提升。中长期视角下，我们认为公司COR有进一步改善空间。

站在当前位置，我们继续看好公司后续的股份表现，公司2024年业绩改善确定性较高。2023年自然灾害影响加剧导致公司承保利润略有承压、资本市场波动导致公司投资端表现不佳，因此公司2023年的净利润预计将同比下滑。2024年在监管趋严背景下，公司承保端的优势有望进一步扩大，整体COR同比改善的确定性较高；叠加投资收益有望同步改善，公司净利润实现正增长的确定性较高。长期来看，随着行业竞争日趋理性，精细化的管理能力将成为决定财险公司实现承保盈利的胜负手，公司凭借股东、人才、模式、规模、渠道、服务等多方面的优势有望持续领先行业，看好公司后续的业绩改善和估值修复。我们预计公司2023-2025年净利润分别为

247/288/321 亿元，对应增速-7%/+16%/+12%。鉴于公司风险减量服务的赋能效应逐渐显现以及公司财险板块承保端优于同业的优势，我们维持目标价 12.0 港元，维持“买入”评级。

4. 风险提示

自然灾害超预期：若自然灾害的发生频率提高，会对公司的赔付造成不利影响，进而会影响公司的承保利润和净利润。

市场竞争加剧：若财险市场的竞争加剧，会导致公司的费用率提升，进而会影响公司的盈利水平。

资本市场大幅波动：若资本市场波动加剧，会对公司的投资收益造成负面影响，进而影响公司的净利润。

财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产					
现金及现金等价物	17,414	21,250	19,844	20,836	21,878
债权类证券	172,851	192,970	197,897	211,750	226,572
权益类证券和共同基金	143,804	140,718	164,641	176,166	188,498
保险业务应收款	55,399	70,085	63,426	67,866	72,617
分保资产	37,535	44,456	42,974	45,982	49,201
定期存款	73,574	73,657	84,235	89,289	94,646
归入贷款及应收款项类的投资	58,638	71,313	67,135	71,834	76,862
联营公司及合营公司投资	56,945	58,143	67,024	71,716	76,736
投资物业	5,851	7,440	6,699	7,168	7,669
房屋及设备	23,743	24,774	27,183	28,814	30,543
使用权资产	5,926	5,558	6,785	7,260	7,768
递延所得税资产	7,116	15,054	8,147	8,717	9,328
预付款及其他资产	23,826	26,469	27,278	29,188	31,231
资产总计	682,622	751,887	783,269	836,586	893,550
负债					
应付分保账款	22,496	24,626	25,635	26,917	28,263
应付保险保障基金	994	1,230	1,133	1,189	1,249
卖出回购金融资产款	37,985	41,690	43,286	45,450	47,723
应交所得税	856	3,435	975	1,024	1,075
保险合同负债	338,781	384,879	386,058	405,361	425,629
保户储金及投资款	1,748	1,741	1,992	2,092	2,196
应付债券	8,058	8,097	9,182	9,642	10,124
租赁负债	1,786	1,484	2,035	2,137	2,244
预提费用及其他负债	64,269	71,957	73,238	76,900	80,745
负债合计	476,973	539,139	543,535	570,711	599,247
权益					
已发行股本	22,242	22,242	22,242	22,242	22,242
储备	180,645	187,614	214,272	240,062	240,062
归属于母公司股东权益	202,887	209,856	236,514	262,304	262,304
非控制性权益	2,762	2,892	3,220	3,571	3,571
权益合计	205,649	212,748	239,734	265,875	294,303
负债和权益合计	682,622	751,887	783,269	836,586	893,550

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总保费收入	449,533	487,533	526,536	563,393	608,465
已赚净保费	396,997	425,480	459,518	491,685	531,019
已发生净赔款	-292,588	-305,634	-321,503	-344,008	-371,528
保单获取成本净额	-60,116	-60,834	-65,701	-70,300	-75,924
其他承保费用	-32,564	-36,718	-47,587	-50,918	-54,991
行政及管理费用	-10,208	-11,965	-14,922	-15,644	-16,572
承保利润	1,521	10,329	9,806	10,816	12,004
利息、股息和租金收入	17,996	20,180	15,740	14,953	16,150

已实现及未实现的投资净收益	3,634	-3,706	-1,393	2,593	3,122
投资费用	-456	-500	-435	-533	-585
汇兑损失净额	-282	802	698	854	938
其他收入/（费用）净额	624	689	744	796	860
财务费用	-1,533	-1,005	-1,085	-1,161	-1,254
应占联营公司及合营公司损益	4,524	4,225	4,648	5,112	6,042
税前利润	26,028	30,919	28,723	33,431	37,276
所得税费用	-3,663	-4,266	-4,017	-4,676	-5,213
净利润	22,365	26,653	24,706	28,756	32,063

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 01 月 08 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联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。国联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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼