

中国人保（601319.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业 公用事业及金融
当前股价 8.32
总市值 3679.44亿
PE-TTM 7.88
PB-MRQ 1.29

估值结果

价值 4631亿
动态估值 上行空间 26%
状态 偏低估

四维评级

成长空间 ★★☆☆☆
盈利趋势 ★★☆☆☆
产业格局 ★★★★★
护城河 ★★★★★

核心评级结论

中国人保是国内一流保险金融集团，核心主业财险业务是国内行业龙头。

公司护城河较深，公司构建“总部-省-市-县-乡镇-村”六级服务网络体系，协同4S店、修理厂、电销等保险销售渠道，渠道渗透能力强于同业。产业格局良好，行业头部公司形成规模经济并垄断大部分市场份额，行业集中度高，无序竞争现象轻微。盈利趋势一般，车险费率改革等监管让利政策导致车险单均保费下降，叠加新能源汽车赔付高企提高综合成本率，核心业务车险盈利动能减弱。成长空间一般，国内保险行业对标美国保险深度仍有广阔发展空间，但受制于产品同质化与经济发达程度等结构性瓶颈，实现与美国市场相当的保险深度仍需经历较长发展周期。

根据分部估值法，中国人保内在价值为4631亿元，公司目前处于低估状态。

我们区别于市场的观点

市场在衡量中国人保价值时偏重财险业务，对人身险业务价值反映程度仍有提升空间。本届管理层对人身险的发展目标从“做专做精”改为“提升寿险市场地位（进入国内一流梯队）”，后续或聚焦提升人身险保费规模，目前人保人身险业务市占率距离中国人寿、中国平安还有很远距离，未来依托人保财险的渠道、业务资源，有望提升人身险市场份额，为公司打造新的盈利增长极。

风险提示

1) 车险市场份额下降风险：新能源汽车发展迅速，部分汽车企业试水车险行业，或重塑车险市场竞争格局。2) 投资业绩波动风险：权益市场波动或加大投资业绩波动性。3) 非车险盈利不确定性风险：非车险业务成长空间大，但赔付率仍然处在较高阶段，中短期或带来盈利波动。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 人力资源密集度	5
3.3 人力资源高端度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10

1. 基本信息

中国人保以经营财险、人身险业务为主要业务，是国内最大的财险公司。目前公司在财产险领域占据33.5%市场份额，份额排名第一，在普惠金融、科技金融、绿色金融、养老金融、数字金融领域为实体经济提供保险保障服务。

2. 业务介绍

对于中国人保公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

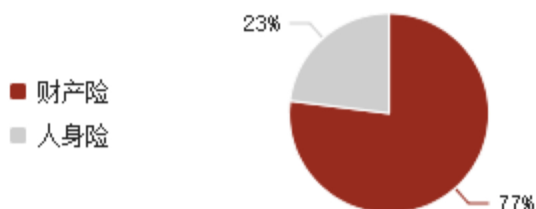
财产险：

财险业务为居民和企业提供财产保险保障服务，险种覆盖车险、企业财产保险、货物运输保险、责任保险、农业保险、信用保证保险、家庭财产保险及特殊风险保险）等领域。我们对该业务的市场主要界定为中国境内。

人身险：

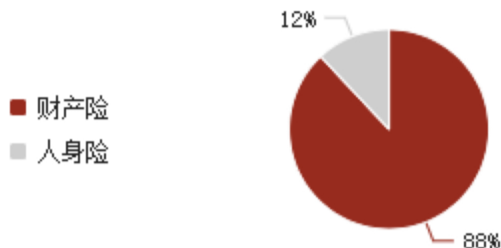
人身险为居民提供人身保障服务，包括寿险业务和健康险业务。我们对该业务的市场主要界定为中国境内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司在全国布局网点，建立营销队伍触及企业客户和个人客户，通过财险和人身险产品收取保费收入，保费收入扣除成本支出与赔付支出后为公司贡献承保利润，同时公司利用沉淀的保费投资债券、权益等金融资产，获取投资收益。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

金融行业是典型的轻资产行业，公司将收取保费的沉淀部分用于金融投资，形成大量金融投资资产，占公司总资产近80%。

3.2 人力资源密集度

低 较低 **中等** 较高 高

公司车险业务与人身险业务依赖线下渠道展业，对人力资源密集度需求较高。截止到2024年末，公司员工175121人，人均创收355.17万元。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 **较高** 高

非车险业务如科技保险涉及高技术场景，对从业人员教育经历、知识背景要求高。2024年末，公司员工具备本科学历116067人，占公司全体员工比例为73.2%，具备硕士学历及以上12110人，占全体员工比例6.9%。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户多为个人，客户集中度低，2024年末公司前五大客户保费收入不足1%。

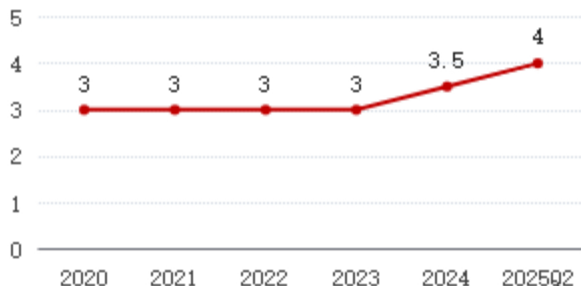
4. 历史经营绩效

中国人保盈利能力稳步提升，成长能力稳定，业务控制力及财务健康星级不断提高，较为重视股东回报。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



公司盈利能力稳步提升。主要系公司经营稳健，保费收入端通过产品、渠道实现低速稳健增长，成本端通过优化综合成本率降低赔付，ROE等盈利指标持续提升。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力星级较高。公司核心业务车险稳健增长，人身险业务聚焦提升市场份额带来收入增长，同时险资加大权益投资比例，在当前权益市场回暖的基础上为公司业绩带来新增长动力。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



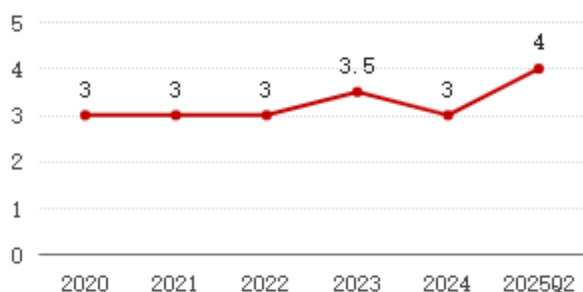
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力星级较高。公司经营性现金流占营业收入比例自2019年以来持续提升，推动业务控制力不断提升。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报星级较高。公司注重股东回报，分红比例较为稳定，常年保持在30%左右。

5. 四维评级

公司护城河较深，所处行业产业格局较好，但成长空间和盈利趋势一般。

5.1 成长空间

★★★★☆

对标美国保险深度，中国保险发展潜力较大，但受制于产品同质化与经济发展阶段等结构性瓶颈，实现与美国市场相当的保险深度仍需经历中长期发展周期，因此成长能力星级较低。

财产险(2星):

财险业务成长空间星级较低。车险方面，当前中国人均汽车保有量增长速度有所放缓，中短期成长空间较小；非车险方面，中国非车险保险深度对标美国有较大空间，但由于企业投保意识相比海外仍然较低，中短期来看，非车险保险深度提升速度缓慢。

人身险(3星):

人身险业务成长空间星级较强。日本在医疗保障体系、储蓄观念、人口结构趋势都更接近中国国情，日本人身险深度在5.7%左右，而中国人身险深度仅2.1%左右，仍有巨大的成长空间，未来在人均可支配收入及保险意识的不断提升下，人身险业务有望持续增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

车险降费影响逐渐出清，行业竞争格局稳定，公司盈利能力整体保持稳定。

财产险(3星):

中国人保对车险业务的盈利能力具备较强把控力，包括对综合赔付率的管控，因此整体财产险业务的盈利能力有望长期保持稳定。

人身险(1星):

人身险业务盈利趋势星级低。人身险业务依靠收取保费后投资盈利，近年来利率持续下滑，行业面临严重利差损问题，盈利能力下降。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局一般，其中财产险产业格局良好，人身险产业格局较差。

财产险(3.5星):

财产险竞争格局良好。财产险行业经过多年发展，已形成稳定的三巨头竞争格局，中国人保、中国太保、中国平安三家长期合计占有市场60%以上的份额，三大家牢牢把握保险销售场景（如4S店、电销等）和政府合作资源，公司在行业中拥有较大话语权，行业无序竞争现象较轻。

人身险(2星):

人身险行业竞争格局较差。代理人渠道近年来由于人口红利下降导致无法成为保费增长的主要渠道，银保渠道逐渐成为增量保费来源，而银保渠道的话语权在银行手中，不利于传统险企的竞争。

5.4 护城河

★★★★☆

公司渠道下沉至县级单位，联动各层级关键销售场景，护城河较深。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
财产险	(5星)财产险护城河宽度星级极高。规模经济赋予中国人保更高的超额ROE，延伸至县域的渠道网络赋予人保更强的业务控制力，同时公司财险业务市占率为行业第一，因此具有极强的护城河宽度。	(3.5星)财险业务的护城河来自品牌、线下渠道和规模经济。品牌护城河超额ROE衰减速度慢，主要系中国人保作为国有大型险企，国民信任度高，且该优势预计长期持续，因此护城河持续性强。线下渠道超额ROE可长期保持较高，主要系公司渠道下沉至县域，竞争对手几乎无法复刻该特性，因此护城河持续性强。规模经济护城河方面，公司长期经营下在赔付、费用端都形成出色的控制，中小险企中短期无法在规模上对公司形成威胁，因此规模经济护城河持续性强。
人身险	(4星)人身险护城河宽度星级较高。中国人保人身险业务新业务价值率不断提升，带动经壹评级调整的超额ROE持续提升，但该业务市占率为仍较低，处于行业第二梯队且业务控制力一般，因此护城河宽度中等。	(2.5星)人身险业务的护城河来自线下渠道和品牌。线下渠道护城河方面，公司建立代理人队伍渠道，由于代理人渠道建设成本高，少部分险企拥有建设代理人渠道的实力，因此具备代理人渠道的中国人保可以享有较长期的渠道护城河。品牌护城河超额ROE衰减速度慢，主要系中国人保作为国有大型险企，国民信任度高，且该优势预计长期持续，因此护城河持续性强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对中国人保采取分部估值法，其中财险业务使用动态估值法、寿险及健康险业务使用内含价值估值法，经过测算公司当前处于低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括财险业务、寿险业务、健康险业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

财险业务：

收入假设：

- 1) 车险业务：收入变动主要取决于汽车销售增速、车险单均保费、公司市场份额三个维度。汽车销售增速在居民消费疲软及新能源汽车渗透率超50%的基础上或放缓（预计2025年-2029年家自车销量增速4.8%→2.8%）；车险单均保费整体保持稳定；公司市场份额保持相对稳定（2025年-2029年新车市场份额38.5%→35.5%、家自车续保率77.3%→76.5%）。
- 2) 非车险业务：2025年-2029年，预计意外伤害与健康保险服务年均复合增速7.4%，农险保险服务收入年均复合增速3.3%，责任险保险服务收入年均复合增速6.5%，企业财产险保险服务收入年均复合增速3.9%。

盈利能力假设：

- 1) 车险综合成本率：中国人保通过业务调整、技术赋能持续优化车险综合成本率，预计2025年-2029年车险综合成本率在[96.6%, 97.5%]区间波动。
- 2) 非车险综合成本率：非车险业务由于发展成熟度较低，费用和赔付成本仍相对较高，预计意健险、农险、责任险、企财险2025年-2029年综合成本率波动区间分别为[99.3%, 100.1%], [97.5%, 99.5%], [99.1%, 101.5%], [102.5%, 108.4%]。

人身险业务：

收入假设：当前银保渠道正成为人身险行业增长最迅速的渠道，预计人保寿险及健康险业务新单保费的主要增量由银保渠道贡献。寿险业务，预计2025年-2029年，银保渠道新单保费年均复合增速为14.3%，个人渠道年均复合增速为0.4%；健康险业务，预计2025年-2029年，银保渠道新单保费年均复合增速为5.2%，个人渠道年均复合增速为13.9%。

盈利能力假设：

新业务价值率假设：利率持续下行阶段，人身险新业务价值率随之下降，但各渠道之间变化有差异。寿险业务，预计2025年-2029年个人渠道业务新业务价值率波动区间为[4.5%, 6.5%]，银保渠道业务新业务价值率波动区间为[7.0%, 8.5%]；健康险业务，预计2025年-2029年个人渠道业务新业务价值率波动区间为[25%, 60%]，银保渠道业务新业务价值率波动区间为[2.5%, 5.0%]。

表2：公司整体业绩预测

中国人保	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6208.0	5531.0	6219.7	6578.9	6874.7	7245.7	7640.4	8030.5
归母净利润(亿)	244.0	227.7	428.7	526.4	538.5	573.5	585.9	596.7
归母净利润增速(%)	12.8	-6.7	88.2	22.8	2.3	6.5	2.2	1.8
经营性净利润(亿)	343.0	314.7	578.2	718.5	730.6	780.5	796.2	811.4
经营性净利润增速(%)	12.2	-8.3	83.8	24.3	1.7	6.8	2.0	1.9
经营性归母净利润(亿)	244.0	227.7	428.7	526.4	538.5	573.5	585.9	596.7
经营性归母净利润增速(%)	12.8	-6.7	88.2	22.8	2.3	6.5	2.2	1.8

数据来源：壹评级

6.2 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性星级较高。公司历史收入成长和盈利能力的波动性较低，关键行业信息与数据的可获得性良好，对显性期的收入和盈利规模预测准确度较好。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。