

中国人寿 (601628)

证券研究报告
2025 年 03 月 27 日

中国人寿 24 年报点评：负债端高质量发展，投资端贡献利润弹性

1、核心指标

公司 24 年实现归母净利润 1069 亿元，同比+109%；EV1.40 万亿元，同比+11.2%；NBV337 亿元（24 年新经济假设），可比口径（使用 23 年旧经济假设 458 亿元）下同比+24%；首年期交 1191 亿元，同比+5.8%。

2、个险渠道

1) 长缴期产品保费占比持续提升，负债端结构持续优化。首年期交 1002 亿元，同比+9.2%；其中十年期及以上首年期交 566 亿元，同比+14.3%，十年期及以上在首年期交中的占比达 47.5%，同比+3.5pct。

2) 价值增速领先保费增速，渠道转型引领价值创造。个险渠道 NBV 可比口径下同比+18.4%，增速快于首年期交增速，高质量发展成效显著。

3) 人力队伍规模保持稳定，质态持续改善。截至 24 年末公司人力规模 61.5 万人，较 23 年年末下降 1.9 万人，规模基本保持稳定。队伍产能持续提升，月人均首年期交保费同比+15.0%。

3、银保渠道

银保渠道小幅负增长，“报行合一”压制银保表现。公司银保渠道首年期交 188 亿元，同比-9.4%。预计系 24 年银保渠道“报行合一”推动下，银行保险销售压力所致。

4、保险资金投资

1) 股债双牛带动总投资收益率大幅提升。公司 24 年实现总投资收益 3083 亿元，同比+138%，总投资收益率 5.50%，同比+2.93pct，24 年内长债收益率大幅下行和 24Q3 以来权益市场大幅上涨贡献账面大量浮盈，全年公允价值变动损益 1182 亿元，23 年同期仅 42 亿元。净投资收益 1957 亿元，同比+5.3%；净投资收益率下降 0.24pct 至 3.47%，预计系新配固定收益类资产票息持续走低所致。

2) 大类资产配置方面，全年大幅加配债券，下半年加配股票。债券配置占比 59.04%，较 23A/24H 分别+4.93pct/+1.68pct，全年持续增加债券配置比例；股票配置比例 7.58%，较 23A/24H 分别-0.37pct/+0.32pct，下半年加配权益头寸。账面现金（1.76%）及定期存款（6.63%）占比大幅下降，分别较 23 年同期-1.36pct/-0.86pct。

3) 会计入账方面，减配 PL 加配 OCI 债券。交易性金融资产（PL）占比 28.86%，较 24H 下降 1.74pct；OCI 债占比 52.32%，较 24H 提升 2.91pct；AC 债占比 2.98%，较 24H-0.16pct；OCI 股票占比 2.60%，较 24H-0.02pct。

投资建议：国寿人力规模稳定，队伍产能持续提升，我们认为随着公司改革创新不断推进，负债端有望持续高质量发展；受益于资本市场回暖，投资端带动业绩增长，凸显投资端高弹性。故，我们审慎下调 2025-2027 公司归母净利润为 1077/1082/1099 亿元（此前 25-26 年归母净利润预

投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.79 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,823.53
流通 A 股股本(百万股)	20,823.53
A 股总市值(百万元)	786,921.20
流通 A 股市值(百万元)	786,921.20
每股净资产(元)	18.03
资产负债率(%)	92.30
一年内最高/最低(元)	50.88/26.50

作者

杜鹏辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523100001	
dupenghui@tfzq.com	
陈嘉言	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524110001	
chenjiayan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国人寿-季报点评:中国人寿 24Q3 业绩点评: 季报利润弹性尽显，重点关注权益走势带来的净利润边际变化》 2024-10-31
- 《中国人寿-年报点评报告:中国人寿 23 年报点评: 负债端复苏但投资端拖累利润表现，经济假设调整提升报表信服力》 2024-03-29
- 《中国人寿-季报点评:高基数下负债端超预期增长，新准则大幅提振利润》 2023-04-29

计为 1226 亿元及 1288 亿元), 同比+0.72%/0.46%/1.62%。

风险提示: 监管变动; 改革不及预期; 权益市场大幅波动; 长端利率超预期下行

财务数据和估值	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	405040	528567	556393	586869	618813
增长率(%)	-50.97%	30.50%	5.26%	5.48%	5.44%
归属母公司股东净利润(百万元)	51184	106935	107704	108196	109949
增长率(%)	-23.24%	108.92%	0.72%	0.46%	1.62%
每股收益(元)	1.81	3.78	3.81	3.83	3.89
市盈率(P/E)	20.87	9.99	9.92	9.87	9.71
市净率(P/B)	2.32	2.92	3.26	2.10	2.01

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
每股指标（元）						寿险保费	641,380	671,457	705,030	740,281	777,295
每股收益	1.81	3.78	3.81	3.83	3.89	非寿险保费	0	0	0	0	0
每股净资产	16.28	12.95	11.60	18.03	18.84	总保费及管理费收入	641,380	671,457	705,030	740,281	777,295
每股内含价值	44.60	49.57	55.40	61.73	68.54	减：分出保费	0	0	0	0	0
每股新业务价值	1.30	1.19	1.25	1.31	1.38	净保费收入	0	0	0	0	0
价值评估（倍）						减：净提取未到期责任准备金	0	0	0	0	0
P/E	20.87	9.99	9.92	9.87	9.71	已赚净保费	0	0	0	0	0
P/B	2.32	2.92	3.26	2.10	2.01	投资收益	178,297	70,378	77,416	85,157	93,673
P/EV	0.85	0.76	0.68	0.61	0.55	营业收入	405,040	528,567	556,393	586,869	618,813
VNBX	-5.22	-9.88	-14.06	-18.21	-22.27	赔付及保户利益	277,451	393,647	431,624	461,582	491,679
盈利能力指标（%）						保险业务综合费用	75,238	19,320	10,950	10,950	10,950
净投资收益率	3.77%	3.47%	4.50%	4.50%	4.50%	营业费用	352,689	412,967	442,574	472,532	502,629
总投资收益率	2.68%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	营业利润	52,351	115,600	113,819	114,336	116,184
净资产收益率	11.12%	20.98%	20.22%	18.25%	16.39%	税前利润	51,988	115,213	113,497	114,015	115,864
总资产收益率	0.91%	1.58%	1.52%	1.46%	1.41%	所得税	-719	6,273	2,589	2,600	2,643
财险综合成本率	-	-	-	-	-	归属于母公司股东的净利润	51,184	106,935	107,704	108,196	109,949
财险赔付率	-	-	-	-	-	少数股东损益	1,523	2,005	3,205	3,219	3,272
财险费用率	-	-	-	-	-	资产负债表（百万元）					
盈利增长（%）						现金及存款投资	569,673	554,520	690,857	759,943	835,937
净利润增长率	-23.24%	108.92%	0.72%	0.46%	1.62%	债权投资	2,926,986	3,903,074	3,708,811	4,079,692	4,487,661
内含价值增长率	2.44%	11.15%	11.76%	11.43%	11.02%	股权投资	636,993	807,634	821,756	903,932	994,325
新业务价值增长率	2.38%	-8.55%	5.00%	5.00%	5.00%	其他投资	1,539,719	1,345,843	2,050,754	2,255,830	2,481,413
偿付能力充足率（%）						总投资资产	5,673,371	6,611,071	7,272,178	7,999,396	8,799,336
偿付能力充足率（集团）	-	-	-	-	-	分保资产	25,846	30,738	33,812	37,193	40,912
偿付能力充足率（寿险）	219%	208%	210%	210%	210%	其他资产	5,627,881	6,738,808	7,071,607	7,392,018	7,784,145
偿付能力充足率（产险）	-	-	-	-	-	资产总计	5,653,727	6,769,546	7,105,418	7,429,211	7,825,057
内含价值（百万元）						保险合同负债	4,859,175	5,825,026	6,232,778	6,482,089	6,806,193
调整后净资产	675,760	897,831	987,614	1,086,376	1,195,013	投资合同负债	0	0	0	0	0
有效业务价值	584,806	503,315	578,265	658,527	742,250	次级债	0	0	0	0	0
内含价值	1,260,566	1,401,146	1,565,879	1,744,902	1,937,263	其他负债	559,262	423,272	324,684	335,391	325,983
一年新业务价值	36,860	33,709	35,394	37,164	39,022	负债总计	5,418,437	6,248,298	6,557,462	6,817,480	7,132,176
核心内含价值回报率	9.39%	9.46%	8.43%	8.33%	8.24%	实收资本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
寿险新业务保费（百万元）						归属于母公司股东权益	460,110	509,675	532,599	593,009	670,717
短险和趸缴新单保费	98,240	95,095	98,039	101,271	104,612	少数股东权益	9,932	11,573	15,357	18,723	22,165
期缴新单保费	112,573	119,077	128,477	138,626	149,582	负债和所有者权益合计	5,653,727	6,769,546	7,105,418	7,429,211	7,825,057
新业务合计	210,813	214,172	226,516	239,896	254,194						
新业务保费增长率（%）	14.10%	1.59%	5.76%	5.91%	5.96%						
标准保费	122,397	128,587	138,281	148,753	160,043						
标准保费增长率（%）	16.28%	5.06%	7.54%	7.57%	7.59%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com