

保险	收盘价 港元 15.50	目标价 港元 19.00	潜在涨幅 +22.6%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 3 月 27 日

中国人寿 (2628 HK)

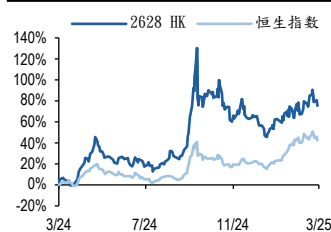
盈利显著增长，新业务价值符合预期

- ④ **盈利和分红显著增长。**2024 年归母净利润 1069.35 亿元（人民币，下同），同比增长 108.9%，符合公司此前发布的业绩预告，盈利增长主要来自投资收益。2024 年每股分红 0.65 元（中期/末期分红每股 0.2/0.45 元），同比增长 51%，分红率 17%。
- ④ **保费结构优化。**保费同比增长 4.7%，增长主要来自个险渠道，银保趸交保费同比下降 45%，拉低保费增速 1.4 个百分点。保费结构优化，10 年期以上期交保费同比增长 14.3%，占首年期交保费的 47.5%，同比提升 3.5 个百分点。
- ④ **新业务价值符合预期，个险代理人稳中略降。**旧口径下新业务价值完全符合我们预期，同比增长 24%，内含价值较年初增长 11%。2024 年公司将投资回报率假设从 4.5% 下调至 4.0%，贴现率从 8% 调整至普通型 8%/浮动型 7.2%。新口径下新业务价值为旧口径下的 73.6%。个险销售人力为 61.5 万人，较年初下降 3%，环比下降 4%，但优增新人同比增长 29%。
- ④ **投资收益显著增长。**投资资产较年初增长 22%，总投资收益同比增长 1.5 倍；资产配置上，债券占比显著提升。2024 年净投资收益率 3.47%，同比下降 0.24 个百分点，受益于股票市场的较好表现，总投资收益率 5.5%，同比上升 2.93 个百分点。
- ④ **维持买入评级。**2024 年公司通过拉长资产久期，管理负债久期，久期缺口收窄。2025 年公司将提升全渠道价值贡献，推动产品多元化发展，加大向浮动收益型产品转型。我们维持**买入**评级和目标价 19 港元。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	20.55
52周低位 (港元)	8.77
市值 (百万港元)	963,148.69
日均成交量 (百万)	104.76
年初至今变化 (%)	5.59
200天平均价 (港元)	15.06

资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com

(86) 10 8393 5331

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	405,040	528,567	535,648	559,092	581,741
同比增长 (%)	4.2	30.5	1.3	4.4	4.1
净利润 (百万人民币)	51,184	106,935	96,909	103,270	108,233
每股盈利 (人民币)	1.81	3.78	3.43	3.65	3.83
同比增长 (%)	-23.2	108.9	-9.4	6.6	4.8
前EPS预测值 (人民币)			3.72	4.04	
调整幅度 (%)			-7.7	-9.5	
市盈率 (倍)	8.0	3.8	4.2	4.0	3.8
每股内含价值 (人民币)	44.60	49.57	54.73	60.23	65.99
P/EV (倍)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
市账率 (倍)	1.25	0.80	0.70	0.61	0.54

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：主要预测及假设

主要假设	2023	2024	2025E	2026E	2027E
寿险及健康险保费服务收入增速	-3.7%	-3.0%	2.5%	2.0%	2.0%
合同服务边际	769,137	742,488			
较上年末增速	-1.8%	-3.5%			
新业务价值率假设					
基于首年保费	23.3%	20.6%	20.6%	20.7%	20.7%
投资收益率预测 (%)					
净投资收益率 (计算)	3.64%	3.25%	3.11%	3.01%	2.93%
总投资收益率 (计算)	2.54%	5.13%	4.34%	4.05%	3.83%
主要预测 (百万人民币)					
新业务价值	36,860	33,709	35,314	36,879	38,225
新业务价值同比增速	11.9%	-8.5%	4.8%	4.4%	3.6%
寿险内含价值	1,260,567	1,401,146	1,547,025	1,702,333	1,865,120
较上年末增速	5.6%	11.2%	10.4%	10.0%	9.6%
归母净利润	51,184	106,935	96,909	103,270	108,233
同比增速	-23.2%	108.9%	-9.4%	6.6%	4.8%
ROAE (%)	14.8	25.5	17.7	16.4	15.1
每股分红 (元)	0.43	0.65	0.68	0.71	0.74
分红率	23.7%	17.2%	19.8%	19.4%	19.3%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：假设及预测变动

	原预测	更新	变动	原预测	更新	变动
(百万人民币)	2025E	2025E	(百分点)	2026E	2026E	(百分点)
新业务价值	45,901	35,314	-23.1%	47,903	36,879	-23.0%
新业务价值率	27.0%	20.6%	-6.4%	27.1%	20.7%	-6.4%
寿险内含价值	1,622,301	1,547,025	-4.6%	1,800,070	1,702,333	-5.4%
总投资收益率	4.75%	4.34%	-0.4%	4.57%	4.05%	-0.5%
归母净利润	105,031	96,909	-7.7%	114,161	103,270	-9.5%
ROAE	16.4%	17.7%	1.2%	15.6%	16.4%	0.8%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 国寿(2628 HK)目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际金融行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3908 HK	中金公司	买入	15.18	17.50	15.3%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6066 HK	中信建投	买入	9.95	12.00	20.6%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	13.98	17.00	21.6%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	21.30	25.00	17.4%	2024 年 10 月 30 日	内地综合性证券公司
6837 HK	海通证券	中性	6.45	7.00	8.5%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6060 HK	众安在线	买入	12.66	16.00	26.4%	2025 年 03 月 21 日	内地互联网财险公司
2318 HK	中国平安保险	买入	12.10	15.00	24.0%	2024 年 11 月 23 日	内地寿险公司
2628 HK	中国人寿	买入	15.50	19.00	22.6%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2601 HK	中国太保	买入	25.00	32.00	28.0%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
966 HK	中国太平保险	买入	28.45	30.50	7.2%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
1336 HK	新华保险	买入	47.20	60.00	27.1%	2024 年 10 月 22 日	内地寿险公司
2328 HK	中国人保财险	买入	14.54	14.90	2.5%	2024 年 10 月 30 日	内地财险公司
LX US	乐信集团	买入	9.81	13.00	32.5%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
QFIN US	奇富科技	买入	10.84	11.80	8.9%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
FINV US	信也科技	买入	46.37	58.00	25.1%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
1299 HK	友邦保险	买入	59.85	84.00	40.4%	2024 年 05 月 27 日	泛亚保险公司
FUTU US	富途控股	买入	107.51	135.00	25.6%	2025 年 03 月 14 日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 3 月 27 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	212,445	208,161	218,569	227,312	236,404
投资收益	182,611	309,639	306,004	320,374	333,590
其他业务收入	10,292	10,704	11,025	11,356	11,697
营业收入	405,040	528,567	535,648	559,092	581,741
保险服务费用	-150,353	-180,544	-183,598	-188,669	-196,216
净分出保费	-288	378	397	413	429
承保财务损益	-127,426	-209,952	-220,790	-231,284	-240,262
利息支出	-	-4,200	-4,296	-4,186	-4,069
业务及管理费	-6,307	-7,378	-8,042	-8,605	-9,035
信用减值损失	-	207	-100	-100	-100
其他业务成本	-12,786	-7,310	-7,676	-7,983	-8,222
营业支出	-352,689	-412,967	-427,938	-444,326	-461,468
营业利润	52,351	115,600	107,710	114,765	120,273
利润总额	51,988	115,213	107,311	114,355	119,850
净利润	52,707	108,940	98,726	105,206	110,262
归属于母公司股东的净利润	51,184	106,935	96,909	103,270	108,233

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	150,520	86,519	94,306	101,850	108,980
定期存款	405,361	438,455	482,301	525,708	567,764
金融投资	4,303,398	5,735,564	6,538,543	7,257,783	7,983,561
长期股权投资	258,872	302,077	338,326	372,159	405,653
买入返售金融资产	19,749	30,560	32,699	34,661	36,394
存出资本保证金	6,333	6,591	6,789	6,992	7,202
投资资产合计	5,144,233	6,599,766	7,492,963	8,299,153	9,109,554
其他资产	509,494	169,780	145,596	113,372	74,451
总资产	5,653,727	6,769,546	7,638,559	8,412,524	9,184,005
卖出回购金融资产款	216,704	151,564	156,111	160,794	165,618
长期借款	12,719	12,693	12,693	12,693	12,693
应付债券	34,999	35,194	35,194	35,194	35,194
保险合同负债	4,859,175	5,825,026	6,582,279	7,240,507	7,892,153
其他负债	192,414	223,821	250,680	275,747	300,565
负债合计	5,316,011	6,248,298	7,036,957	7,724,936	8,406,223
归属于母公司股东的股东权益	327,784	509,675	588,212	672,262	760,426
少数股东权益	9,932	11,573	13,390	15,326	17,356
股东权益合计	337,716	521,248	601,602	687,588	777,782

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

主要指标					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率(%)					
投资资产	7.2%	28.3%	13.5%	10.8%	9.8%
总资产	12.8%	19.7%	12.8%	10.1%	9.2%
保险合同准备金	13.9%	19.9%	13.0%	10.0%	9.0%
总负债	14.7%	17.5%	12.6%	9.8%	8.8%
营业收入	4.2%	30.5%	1.3%	4.4%	4.1%
保险服务收入	16.4%	-2.0%	5.0%	4.0%	4.0%
总投资收益	-7.6%	69.6%	-1.2%	4.7%	4.1%
营业支出	10.7%	17.1%	3.6%	3.8%	3.9%
利润总额	-25.8%	121.6%	-6.9%	6.6%	4.8%
净利润	-22.6%	106.7%	-9.4%	6.6%	4.8%
归属母公司股东净利润	-23.2%	108.9%	-9.4%	6.6%	4.8%
寿险保费收入增速(%)					
首年保费 (长险)	21.5%	-1.6%	3.6%	4.4%	3.6%
续期保费	0.0%	6.2%	5.7%	5.3%	5.0%
保费收入	4.3%	4.7%	5.3%	5.2%	4.8%

盈利指标					
投资资产增速	12.5%	22.1%	13.5%	10.7%	9.8%
净投资收益率 (平均余额计算)	3.6%	3.3%	3.1%	3.0%	2.9%
总投资收益率 (平均余额计算)	2.5%	5.1%	4.3%	4.1%	3.8%
ROAA	1.0%	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%
ROAE	14.8%	25.5%	17.7%	16.4%	15.1%
内含价值及新业务价值 (人民币百万元)					
内含价值	1,260,567	1,401,146	1,547,025	1,702,333	1,865,120
内含价值增速	5.6%	11.2%	10.4%	10.0%	9.6%
寿险内含价值	1,260,567	1,401,146	1,547,025	1,702,333	1,865,120
寿险内含价值增速	5.6%	11.2%	10.4%	10.0%	9.6%
新业务价值	36,860	33,709	35,314	36,879	38,225
新业务价值增速	11.9%	-8.5%	4.8%	4.4%	3.6%

每股指标					
每股内含价值 (人民币)	44.6	49.6	54.7	60.2	66.0
每股收益 (人民币)	1.8	3.8	3.4	3.7	3.8
每股账面值 (人民币)	11.6	18.0	20.8	23.8	26.9

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。