

# 中国人寿 (601628.SH) 审慎假设调整不改 EV 高增，负债端延续稳健增长

2025 年 03 月 28 日

——中国人寿 2024 年报点评

**投资评级：买入（维持）**

日期	2025/3/27
当前股价(元)	38.03
一年最高最低(元)	50.88/26.50
总市值(亿元)	10,749.07
流通市值(亿元)	7,919.19
总股本(亿股)	282.65
流通股本(亿股)	208.24
近 3 个月换手率(%)	3.74

**股价走势图****相关研究报告**

《权益持仓高充分受益股市回暖，人力规模和质效延续提升 — 中国人寿 2024Q3 业绩点评》 -2024.10.31

《三季度业绩超预期，新准则下权益弹性突出—中国人寿业绩预增点评》  
-2024.10.17

《NBV 和 EV 增长超预期，人力和产能双提升 — 中国人寿 2024H1 业绩点评》 -2024.9.1

**高超（分析师）**

gaochao1@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

**唐关勇（联系人）**

tangguanyong@kysec.cn

证书编号: S0790123070030

**● 审慎假设调整不改 EV 高增，负债端延续稳健增长**

2024 年公司归母净利润 1069 亿元，同比+109%，NBV 337 亿元，可比口径同比增速+24.3%，EV 较年初+11.2%，假设调整下 NBV 保持高增、投资回报正偏差和市场价值调整，符合我们预期。我们预测 2025-2027 年 NBV 分别同比+9.2%/+9.7%/+10.1%，对应 EV 同比分分别为+7.9%/+8.0%/+8.0%。考虑资本市场波动对投资端的影响，我们下调 2025 年、上调 2026 年归母净利润预测分别为 1171/1290 亿元（前值为 1175/1226 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 1478 亿元，分别同比+9.5%/+10.2%/+14.6%，对应 EPS 分别为 4.1/4.6/5.2 元。对应 PEV 分别为 0.7/0.7/0.6 倍，公司全年现金分红 103.9 亿元，同比+5.9%，分红率 (OPAT) 为 30.2%，负债端延续增长，渠道改革成效显著，维持“买入”评级。

**● 运营回报+市场价值调整对冲假设调整影响，内含价值保持同比高增**

(1) 2024 年末公司调整 EV 假设，投资收益率假设自 4.5% 下调 50bp 至 4.0%，贴现率自 8% 分别对应普通型/浮动收益型业务持平/-80bp 至 8.0%/7.2%。按 2024 年经济假设测算 EV 为 1.40 万亿，较年初+11.2%，假设变动导致 EV 下降 11.6%，EV 保持高增得益于预期回报/NBV/运营偏差/投资偏差分别贡献+7.9%/+2.7%/+0.1%/+5.1%，股市上涨带来市场价值调整+8.4%。(2) 新口径 NBV337 亿元，可比口径/非可比口径+24.3%/-8.5%，假设调整对 NBV 折扣为-26.4%。可比口径下个险/银保 NBV 分别同比+18.4%/+116.3%，个险 Margin (首年保费) 的可比/非可比口径分别 25.7%/33.7%，分别同比-4.2pct/+3.8pct。(3) 新单保费 2142 亿元、同比+1.6%，首年期交保费 1191 亿元、同比+5.8%，10 年期及以上首年期交保费 566 亿元、同比+14.3%，期缴结构持续改善。(4) 2024 年末代理人数量 61.5 万，较年初-3%，月人均首年期交保费同比+15.0%。

**● 股债双牛驱动全年业绩高增，公司权益弹性突出**

2024 年公司总投资收益达 3083 亿元，同比+138%，其中净投资收益和公允价值变动损益分别同比+5.3%/+2734%，2024 年股债双牛驱动资本利得大幅改善，权益类净投资收益同比+18%，高股息权益资产为公司贡献稳定收益。净/总投资收益率分别 3.47%/5.50%，分别同比-0.2pct/+2.9pct，2024 末总资产 6.61 万亿元，较年初+22.1%。2024 年末权益类资产占比 23.8%，较年初-1.3pct。

**● 风险提示：**长端利率超预期下行；寿险需求超预期减弱；权益持仓波动加剧。**财务摘要和估值指标**

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保费服务收入 (百万元)	212,445	208,161	228,977	251,875	277,062
YoY(%)	16.36	(2.02)	10.00	10.00	10.00
内含价值(百万元)	1,260,567	1,401,146	1,511,518	1,632,649	1,763,064
YoY(%)	2.4	11.2	7.9	8.0	8.0
新业务价值(百万元)	36,860	33,709	36,798	40,362	44,451
YoY(%)	2.4	-8.5	9.2	9.7	10.1
归母净利润 (百万元)	51,184	106,935	117,056	129,048	147,828
YOY (%)	-23.2	108.9	9.5	10.2	14.6
P/B	3.3	2.1	1.8	1.5	1.5
P/EV	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
投资资产	5,659,250	6,611,071	7,602,732	8,515,059	8,515,059	营业收入	405,040	528,567	565,190	614,847	681,176
分出再保险资产	25,846	30,738	32,840	37,438	37,438	保险服务收入	212,445	208,161	228,977	251,875	277,062
递延所得税资产	74,818	40,026	40,026	40,026	40,026	总投资收益	182,611	309,639	323,393	347,583	385,642
其他资产	128,565	87,711	-49,794	77,101	77,101	其他业务收入	10,292	10,704	12,845	15,414	18,497
资产总计	5,888,479	6,769,546	7,625,803	8,669,624	8,669,624	营业支出	352,689	412,967	437,530	474,109	519,978
卖出回购金融资产款	216,704	151,564	151,564	151,564	151,564	保险服务费用	150,353	180,544	183,182	201,500	221,650
长期借款	12,719	12,693	12,693	12,693	12,693	分出保费的分摊	4,726	5,071	6,411	7,052	7,758
保险合同负债	4,859,175	5,825,026	6,640,530	7,570,204	7,570,204	减：摊回保险服务费用	-4,438	-5,449	-3,664	-4,030	-4,433
分出再保险合同负债	188	160	263	263	263	承保财务损益	127,426	209,952	245,700	264,957	291,453
其他负债	227,225	258,855	197,172	197,172	197,172	减：分出再保险财务损益	-616	-671	-785	-847	-931
负债合计	5,316,011	6,248,298	7,002,222	7,931,896	7,931,896	利息支出/财务费用	-	4,200	-	-	-
归属于母公司所有者权益合计	327,784	509,675	610,440	722,182	722,182	其他业务成本	75,238	19,320	6,686	5,476	4,482
少数股东权益	9,932	11,573	13,141	15,547	15,547	营业利润	52,351	115,600	127,660	140,738	161,198
						加：营业外收入	94	35	39	42	47
						减：营业外支出	-457	-422	-464	-511	-562
						利润总额	51,988	115,213	127,234	140,270	160,683
						减：所得税	-719	6,273	10,179	11,222	12,855
						净利润	52,707	108,940	117,056	129,048	147,828
						少数股东损益	1,523	1,953	2,138	2,357	2,700
						归属于母公司所有者的净利润	51,184	106,935	117,056	129,048	147,828
主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
成长能力 (%)											
营业收入同比增长	1.43%	30.50%	6.93%	8.79%	10.79%						
保险服务收入同比增长	16.36%	-2.02%	10.00%	10.00%	10.00%						
新业务价值同比增速	11.89%	24.27%	9.16%	9.68%	10.13%						
归母净利润同比增长	-23.24%	108.92%	9.46%	10.24%	14.55%						
归母净资产同比增长	14.43%	14.96%	12.65%	13.69%	0.00%						
获利能力 (%)											
ROE	15.61%	20.90%	18.77%	17.49%	20.04%						
ROA	0.90%	1.61%	1.53%	1.49%	1.71%						
ROEV	4.18%	7.78%	7.74%	7.90%	8.38%						
价值数据 (百万元)											
新业务价值	36,860	33,709	36,798	40,362	44,451						
内含价值	1,260,567	1,401,146	1,511,518	1,632,649	1,763,064						
每股指标 (元)											
每股收益	1.81	3.78	4.14	4.57	5.23						
每股净资产	11.60	18.03	21.60	25.55	25.55						
每股内含价值	44.60	49.57	53.48	57.76	62.38						
估值比率											
P/B	3.26	2.10	1.75	1.48	1.48						
P/EV	0.85	0.76	0.71	0.65	0.61						

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn