

2025 年 04 月 29 日

中国人寿 (601628)

——保险服务业绩驱动利润超预期增长，产品转型成效显著

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 29 日

收盘价 (元)	36.23
一年内最高/最低 (元)	50.88/28.96
市净率	2.0
股息率 (分红/股价)	1.74
流通 A 股市值 (百万元)	754,436
上证指数/深证成指	3,286.65/9,849.80

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	18.84
资产负债率%	92.19
总股本/流通 A 股(百万)	28,265/20,824
流通 B 股/H 股 (百万)	-/7,441

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004

luozh@swsresearch.com

孙冀齐 A0230523110001

sunjq@swsresearch.com

联系人

孙冀齐

(8621)23297818x

sunjq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

保险服务业绩大增驱动利润增速超预期，净资产实现同比增长。1Q25 公司实现归母净利润 288.02 亿元，yoy+39.5%，大超预期（我们预计 yoy+4.1%）。从利润结构拆解来看，1Q25 公司保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-持有再保险合同净费用）/投资业绩（总投资收益-承保财务损益-分出再保险财务损益）yoy+123.9%/-49.6%；其中，受益于利率上行及赔付改善，保险服务费用同比显著下降（yoy-32.8%），驱动保险服务业绩超预期增长。截至 3 月末，公司净资产较 2024 年末水平+4.5%至 5325.07 亿元。

NBV 保持正增，产品结构转型成效显著。可比口径下，1Q25 公司 NBV yoy+4.8%，超出我们的预期（预计 yoy+0.4%）。受预定利率下降透支部分需求、产品结构转型、金融产品需求“此消彼长”等因素影响，公司新单保费 yoy-4.5%至 1074.34 亿元；其中，长险新单 yoy-15.1%至 659.40 亿元。截至 3 月末，公司总销售人力/个险销售人力分别达 64.6/59.6 万人，qoq-3.0%/-3.1%，降幅环比收窄 1.0pct/1.0pct。产品转型成效显著，1Q25 浮动收益型业务首年期交保费占比达 51.72%，同比大幅提升，预计占比位居可比同业前列。

投资表现阶段性承压，提升 FVOCI 权益比例。截至 3 月末，公司总投资资产规模为 6.82 万亿元，较 2024 年末水平增长 3.1%；1Q25 公司实现年化净/总投资收益率 2.60%/2.75%，yoy-0.22pct/-0.48pct，预计主要受长端利率阶段性上行态势下 FVTPL 债券公允价值波动的影响。截至 3 月末，公司金融资产中 FVTPL/AC/FVOCI 债权/FVOCI 权益占比分别达 32.9%/3.1%/60.4%/3.6%，较 2024 年末水平分别-0.4pct/-0.3pct/+0.1pct/+0.6pct。

投资分析意见：维持“买入”评级，上调盈利预测。在资本市场波动态势下，公司负债端承保表现超预期改善带动利润增速超预期，看好保险服务费用年内同比优化的可持续性 & 负债端新单同比增速逐步改善趋势，我们上调公司 25-27 年盈利预测至 1142.90/1284.58/1525.58 亿元（原预测为 1122.96/1278.93 / 1523.42 亿元）。4 月 29 日，公司发布第八届董事会第十五次会议决议公告，审议通过《关于开展“南向通”债券及香港互认基金投资的议案》，分级分类监管导向下，公司作为寿险“头雁”，在探索多元化资产配置等方面有望获得进一步政策支持，并将持续受益于行业集中度提升趋势。截至 4 月 29 日，公司收盘价对应 P/EV(25E)为 0.67x，维持“买入”评级。

风险提示：监管政策影响超预期、长端利率波动、权益市场波动、需求不及预期。

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	405,040	528,567	486,723	496,217	517,827
同比增长率 (%)	4.2	30.5	-7.9	2.0	4.4
归母净利润 (百万元)	51,184	106,935	114,290	128,458	152,558
同比增长率 (%)	-23.2	108.9	6.9	12.4	18.8
每股收益 (元/股)	1.81	3.78	4.04	4.54	5.40
每股内含价值 (元/股)	44.6	49.6	54.1	59.0	64.1
P/E	20.0	9.6	9.0	8.0	6.7
P/EV	.	.	.	.	.

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、营业收入	405,040	528,567	486,723	496,217	517,827
保险服务收入	212,445	208,161	211,941	215,605	221,617
利息收入	不适用	120,958	114,200	115,593	116,647
投资收益	178,297	70,378	133,399	128,216	136,795
公允价值变动损益	4,170	118,160	15,729	24,778	30,143
汇兑损益	-381	-25	-28	-30	-33
其他收益	144	143	150	158	166
其他业务收入	10,365	10,792	11,332	11,898	12,493
二、营业支出	-352,689	-412,967	-363,179	-357,388	-353,012
保险服务费用	-150,353	-180,544	-175,911	-178,952	-182,834
分出保费的分摊	-4,726	-5,071	-5,477	-5,915	-6,388
减：摊回保险服务费用	4,438	5,449	5,885	6,356	6,864
承保财务损益	-127,426	-209,952	-167,962	-159,564	-151,585
减：分出再保险财务损益	616	671	725	783	845
利息支出	不适用	-4,200	-4,284	-4,370	-4,457
手续费及佣金支出	-1,731	-1,798	-1,709	-1,739	-1,787
税金及附加	-1,413	-1,430	-1,502	-1,577	-1,655
业务及管理费	-6,307	-7,378	-6,563	-6,677	-6,863
信用减值损失	不适用	207	197	187	177
资产减值损失	-53,001	不适用	不适用	不适用	不适用
其他业务成本	-12,786	-7,310	-6,579	-5,921	-5,329
三、营业利润	52,351	115,600	123,543	138,829	164,816
加：营业外收入	94	35	37	39	41
减：营业外支出	-457	-422	-443	-465	-489
四、利润总额	51,988	115,213	123,137	138,403	164,368
减：所得税费用	719	-6,273	-6,704	-7,536	-8,949
五、净利润	52,707	108,940	116,432	130,867	155,418
归属于母公司股东的净利润	51184	106935	114290	128458	152558

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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方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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。