中国人寿（601628.SH）

负债结构优化，利润水平提升

优于大市

核心观点

2025年一季度公司营收及成本表现分化。营收方面，一季度受债券市场利率上行及权益市场震荡加剧影响，公司投资收益拖累营收表现，总营收同比下降8.9%。支出方面，2025年以来，受益于医疗险及健康险赔付水平大幅优化及市场利率波动影响，公司保险服务费用同比大幅下降32.8%，带动公司实现归母净利润288.02亿元，同比增长39.5%。其中，因VFA保险合同采用当期市场利率计量，因此一季度债券市场波动导致短期保险服务费用出现一定波动。预计未来随着医保支付改革的推进，公司赔付水平将持续优化。

一季度保费收入同比增长5.0%，增速优于行业。2025年以来，行业受制于保险需求透支、预定利率调降、缺乏爆款产品等因素影响，保费收入增速疲软。在此背景下公司加大优质产品供给，把握差异化销售策略。此外，公司持续推进代理人的“三化”转型，人均产能及队伍留存率同比提升。截至一季度末，公司实现总保费收入3544.1亿元，同比增长5.0%。其中，受益于优质存量客户及产品体系，续期保费同比增长9.7%；新单保费同比下降4.5%。

负债端提高浮动收益型产品占比，优化中长期资负管理水平。2025年一季度，公司把握“开门红”销售窗口期，主动加大浮动收益型产品占比，其中浮动收益型业务首年期交保费占首年期交保费比例提升至51.7%，产品转型成果显著。此外，公司持续推行多元化产品供给，推动包括两全险、年金险、增额终身寿险、健康险等业务的均衡发展。截至一季度末，公司使用相同经济假设重述背景下NBV同比增长4.8%，产品价值率持续优化。

资本市场震荡延续，公司投资收益承压。2025年一季度，公司投资收益类收入（利息收入、投资收益、公允价值变动损益）实现536.5亿元，同比下降17.2%。其中，公司实现总投资收益537.67亿元，总投资收益率2.75%，较2024年同期的3.23%有所下滑；实现净投资收益442.47亿元，净投资收益率2.60%，反映低利率环境下固收类资产配置压力。一季度，公司把握固收类资产配置机会，叠加权益投资结构的优化，稳定中长期收益水平，兼顾股息收益与增值空间。截至目前，公司高股息类权益资产投资规模已超1500亿元，在“资产荒”背景下，预计相应资产仍是公司未来核心布局方向。

投资建议：作为我国人身险行业龙头，中国人寿不断推进负债端一系列转型措施，叠加资产端配置结构优化，我们维持公司2025年至2027年盈利预测，预计2025至2027年公司EPS为3.83/3.88/3.94元/股，当前股价对应P/EV为0.69/0.64/0.58x，维持 “优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；长端利率下行；资产收益下行等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	837,859	528,567	548,924	573,278	605,550
(+/-%)	1.43%	-36.91%	3.85%	4.44%	5.63%
归母净利润(百万元)	21,110	106,935	108,194	109,646	111,266
(+/-%)	-34.20%	406.56%	1.18%	1.34%	1.48%
摊薄每股收益(元)	0.75	3.78	3.83	3.88	3.94
每股内含价值	44.60	49.57	53.01	57.28	62.51
(+/-%)	2.44%	11.15%	6.93%	8.07%	9.13%
PEV	0.82	0.73	0.69	0.64	0.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·保险II

证券分析师：孔祥
021-60375452
kongxiang@guosen.com.cn
S0980523060004

联系人：王京灵
0755-22941150
wangjingling@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	36.23元
总市值/流通市值	1024030/1024030百万元
52周最高价/最低价	50.88/28.96元
近3个月日均成交额	517.33百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国人寿（601628.SH）-投资弹性驱动业绩高增长》——2025-03-27
《中国人寿（601628.SH）-资产持续重估，利润历史新高》——2024-10-31
《中国人寿（601628.SH）-龙头优势保持，价值指标提升》——2024-08-30
《中国人寿（601628.SH）-利润降幅收窄，营销改革深化》——2024-04-27
《中国人寿（601628.SH）-龙头地位夯实，保费价值双升》——2024-03-28

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	149,566	86,519	89,115	91,788	94,542
金融投资	4,223,367	5,735,564	6,152,811	6,599,120	7,078,434
使用权资产	1,480	1,557	1,573	1,588	1,604
买入返售金融资产	17,487	30,560	32,088	33,692	35,377
分出再保险合同资产	不适用	30,738	32,890	35,192	37,655
交易性金融资产	253,879	1,908,098	2,022,584	2,143,939	2,272,575
长期股权投资	257,606	302,077	314,160	326,726	339,796
投资性房地产	12,753	12,319	12,196	12,074	11,953
无形资产	8,369	8,262	8,179	8,098	8,017
其他资产	13,909	23,214	24,143	25,108	26,113
资产总计	**5,888,479**	**6,769,546**	**7,185,048**	**7,661,385**	**8,171,994**
短期借款	0	0	0	0	0
交易性金融负债	5,469	-	-	-	-
卖出回购金融资产款	216,704	28,760	31,061	33,546	36,229
合同负债	-	5,825,026	6,291,028	6,794,310	7,337,855
长期借款	12,719	12,693	13,201	13,729	14,278
预收保费	49818	28760	29910	31107	32351
租赁负债	1,255	1,318	1,371	1,426	1,483
其他负债	116,813	127,651	134,034	140,735	147,772
负债合计	**5,418,437**	**6,248,298**	**6,548,632**	**7,063,388**	**7,619,031**
总权益	**470,042**	**521,248**	**662,810**	**625,447**	**581,511**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.75	3.78	3.83	3.88	3.94
每股净资产	16.63	18.44	22.52	21.16	19.56
每股集团新业务价值	1.30	1.19	1.29	1.39	1.50
P/E	48.52	9.62	9.51	9.38	9.24
P/B	2.19	1.97	1.62	1.72	1.86
P/EV	0.82	0.73	0.69	0.64	0.58
集团内含价值增长	2%	11%	7%	8%	9%
新业务价值	36860	33709	36406	39318	42464
新业务价值同比	2%	-9%	8%	8%	8%

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务收入	**不适用**	**208,161**	**218,569**	**231,145**	**248,505**
利息收入	不适用	120,958	125,796	132,086	138,690
投资净收益	190,627	70,378	77,416	83,609	90,298
公允价值变动净收益	4,169	118,160	115,797	114,639	115,785
汇兑净收益	-381	-25	-24	-24	-23
其他收益	144	143	150	158	166
其他业务收入	11,086	10,704	11,132	11,577	12,041
营业收入合计	**837,859**	**528,567**	**548,924**	**573,278**	**605,550**
保险服务费用	不适用	180,544	188,534	198,777	211,580
分出保费的分摊	不适用	5,071	5,325	5,591	5,870
承保财务损失	不适用	209,952	219,400	230,370	246,496
税金及附加	1,417	1,430	1,487	1,547	1,609
营业支出合计	825,618	412,967	431,740	454,301	484,595
营业利润	**12,241**	**115,600**	**117,185**	**118,978**	**120,955**
净利润	22,633	108,940	110,199	111,651	113,271
归属于母公司净利润	**21,110**	**106,935**	**108,194**	**109,646**	**111,266**

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032