

## 中国人寿 (601628.SH) 业绩增长超预期，分红险转型成效明显

2025年04月30日

——中国人寿2025年一季度报点评

投资评级：买入（维持）

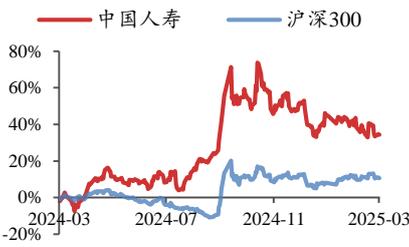
高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

日期	2025/4/30
当前股价(元)	36.31
一年最高最低(元)	50.88/28.96
总市值(亿元)	10,262.91
流通市值(亿元)	7,561.02
总股本(亿股)	282.65
流通股本(亿股)	208.24
近3个月换手率(%)	3.9

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《审慎假设调整不改 EV 高增，负债端延续稳健增长——中国人寿2024年年报点评》-2025.3.28

《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

### ● 业绩增长超预期，分红险转型成效明显

(1) 2025Q1 公司归母净利润 288 亿，同比+39.5%，业绩超预期。从利源分解看，保险服务业绩增长明显、所得税费用同比减少是拉动业绩增长主因。保险服务业绩 259 亿，同比+124%，主要得益于保险服务费用同比下降影响，预计当期赔付减少和亏损部分的转回(一季度利率抬升对 VFA 法下合同负债影响)两方面带动保险服务费用下降；投资服务业绩 91 亿，同比-49%，投资服务业绩下降预计主要受债市下跌影响。(2) 截至 2025Q1 末，公司核心偿付能力充足率 146%，较年初-7.22pct，在保险公司风险综合评级中，公司连续 27 个季度保持 A 类评级。(3) 我们维持公司归母净利润 1171/1290/1478 亿预测，分别同比+9.5%/+10.2%/+14.6%，当前股价对应 2025-2027 年 P/EV 估值 0.68/0.63/0.58 倍，股息率(TTM)1.79%，公司资产负债匹配较好，利率波动对净利润和净资产影响较小，分红险转型成效显著，关注后续权益市场 beta 催化，维持“买入”评级。

### ● 价值率提升带动 NBV 可比口径下提升，个险代理人队伍规模保持稳定

(1) 2025Q1 公司总保费 3544 亿，同比+5.0%，新单保费 1074 亿，同比-4.5%，其中短期险保费 415 亿元，同比+19.2%。使用相同经济假设重述口径下，一季度 NBV 同比+4.8%，预计预定利率调降带来 NBV Margin 提升，驱动 NBV 增长。(2) 公司大力发展浮动收益型业务，浮动收益型产品在首年期交保费中的占比提升至 51.7%，同比大幅提升，转型成效明显。公司一季度末个险销售人力为 59.6 万人，环比-3.1%，队伍规模总体保持稳定，队伍优增率、留存率同比有效提升。新型营销模式试点有序推进，“种子计划”在前期改革基础上持续深耕。

### ● 债市下跌拖累公司总投资收益率，跨周期长期视角做资产配置

2025 年一季度，面对波动的市场环境，公司固收投资把握利率阶段性抬升机会，持续稳固配置底仓；权益投资继续推进均衡配置和结构优化，着眼长远开展投资布局。2025 年 Q1 公司实现总投资收益 538 亿，总投资收益率为 2.75%，同比-0.48pct，预计受债市下跌影响；净投资收益 442 亿元，净投资收益率为 2.60%，同比-0.22pct。截至一季度末公司投资资产达 6.82 万亿，较 2024 年底增长 3.1%。

● **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	3.13	2.01	1.68	1.42	1.21
P/EV	0.81	0.73	0.68	0.63	0.58

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
投资资产	5,659,250	6,611,071	7,602,732	8,515,059	9,792,318
分出再保险资产	25,846	30,738	32,840	37,438	39,309
递延所得税资产	74,818	40,026	40,026	40,026	40,026
其他资产	128,565	87,711	-49,794	77,101	-692,710
资产总计	5,888,479	6,769,546	7,625,803	8,669,624	9,178,944
卖出回购金融资产款	216,704	151,564	151,564	151,564	151,564
长期借款	12,719	12,693	12,693	12,693	12,693
保险合同负债	4,859,175	5,825,026	6,640,530	7,570,204	7,948,714
分出再保险合同负债	188	160	263	263	263
其他负债	227,225	258,855	197,172	197,172	198,172
负债合计	5,316,011	6,248,298	7,002,222	7,931,896	8,311,406
归属于母公司所有者 权益合计	327,784	509,675	610,440	722,182	849,255
少数股东权益	9,932	11,573	13,141	15,547	18,282

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	405,040	528,567	565,190	614,847	681,176
保险服务收入	212,445	208,161	228,977	251,875	277,062
总投资收益	182,611	309,639	323,393	347,583	385,642
其他业务收入	10,292	10,704	12,845	15,414	18,497
营业支出	352,689	412,967	437,530	474,109	519,978
保险服务费用	150,353	180,544	183,182	201,500	221,650
分出保费的分摊	4,726	5,071	6,411	7,052	7,758
减：摊回保险服务费用	-4,438	-5,449	-3,664	-4,030	-4,433
承保财务损益	127,426	209,952	245,700	264,957	291,453
减：分出再保险财务损 益	-616	-671	-785	-847	-931
利息支出/财务费用	-	4,200	-	-	-
其他业务成本	75,238	19,320	6,686	5,476	4,482
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%	5.87%
获利能力 (%)					
ROE	15.61%	20.90%	18.77%	17.49%	17.04%
ROA	0.90%	1.61%	1.53%	1.49%	1.61%
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	30.05
每股内含价值	44.60	49.57	53.48	57.76	62.38
估值比率					
P/B	3.13	2.01	1.68	1.42	1.21
P/EV	0.81	0.73	0.68	0.63	0.58

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。

## 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