

中国人寿 2025 年一季报点评：利润增速亮眼，产品转型成效明显

中国人寿 (601628. SH)

评级:	买入	股票代码:	601628. SH
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	50.88/28.96
目标价格:		总市值(亿元)	8,526.95
最新收盘价:	36.31	自由流通市值(亿元)	7,561.02
		自由流通股数(百万股)	20,824

事件概述

中国人寿发布 2025 年一季报。2025Q1，公司实现营业收入 1,101.77 亿元，同比-8.9%；归母净利润 288.02 亿元，同比+39.5%；加权平均 ROE 同比+1.22pp 至 5.53%。2025Q1 公司 NBV 在可比口径下同比+4.8%。公司归母净利润增速表现亮眼，主要系公司不断加强承保管理，同时受市场利率上行影响，2025Q1 公司保险服务业绩（= 保险服务收入-保险服务费用-分出保费的分摊+摊回保险服务费用）同比+123.9%至 259.13 亿元。

分析判断：

► NBV 同比+4.8%，产品结构转型成效明显

2025Q1 公司 NBV 在可比口径下同比+4.8%；新单保费同比-4.5%至 1,074.34 亿元，其中长险新单保费同比-15.1%至 659.40 亿元，我们认为主要系去年预定利率下调透支部分投保需求、各险企向分红险转型但市场接受仍需时间。公司产品结构转型成效明显，浮动收益型业务首年期交保费占首年期交保费的比重为 51.72%，较上年同期大幅提升。销售队伍基本盘保持稳固，截至 2025Q1 末，公司总销售人力为 64.6 万人，其中个险销售人力为 59.6 万人，队伍规模总体保持稳定，队伍优增率、留存率同比有效提升。

► 投资表现承压

2025Q1，公司投资资产 68,191.73 亿元，较上年末增长 3.1%。2025Q1，公司实现净投资收益率 2.60%，同比-0.22pp；实现总投资收益率 2.75%，同比-0.48pp。从利润表来看，2025Q1 公司公允价值变动损益-24.34 亿元，较 2024Q1 的 294.61 亿元显著下滑。我们预计主要系利率上行导致公司所投债券公允价值下降，根据财政部披露 2025 年 3 月 31 日中国国债十年期收益率为 1.81%，较 2024 年末的 1.68%提升 13BP，截至 2024 年末公司债券投资占比达 59.04%。截至 2025Q1 末，公司金融资产中，FVTPL/AC/FVOCI 债权/FVOCI 权益占比分别为 32.9%/3.1%/60.4%/3.6%，较 2024 年末分别同比-0.4pp/-0.3pp/+0.1pp/+0.6pp。

投资建议

我们继续看好公司负债端质态持续改善。我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年营收为 5,245/5,371/5,452 亿元；2025-2027 年归母净利润为 1,059/1,085/1,101 亿元；2025-2027 年 EPS 为 3.75/3.84/3.90 元；2025-2027 年 NBV 为 373/387/404 亿元。对应 2025 年 4 月 30 日收盘价 36.31 元的 PEV 分别为 0.67/0.61/0.55 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济大幅波动风险；权益市场震荡风险；利率大幅下行风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	405,040	528,567	524,496	537,135	545,157
YoY (%) 可比口径	1.4	30.5	-0.8	2.4	1.5
归母净利润(百万元)	51,184	106,935	105,929	108,483	110,101
YoY (%) 可比口径	-34.2	108.9	-0.9	2.4	1.5
NBV (百万元)	36,860	33,709	37,325	38,704	40,404
YoY (%) 可比口径	11.9	24.3	10.7	3.7	4.4
EPS (元)	1.81	3.78	3.75	3.84	3.90
EVPS (元)	44.60	49.57	54.23	59.56	65.71
PE	20.05	9.60	9.69	9.46	9.32
PEV	0.81	0.73	0.67	0.61	0.55

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 罗惠洲

邮箱: luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

至12月31日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	150,520	86,519	90,845	95,387	100,157
买入返售金融资产	19,749	30,560	32,088	33,692	35,377
定期存款	405,361	438,455	460,378	483,397	507,566
交易性金融资产	不适用	1,908,098	2,003,503	2,103,678	2,208,862
债权投资	不适用	196,754	206,592	216,921	227,767
其他债权投资	不适用	3,458,895	3,631,840	3,813,432	4,004,103
其他权益工具投资	不适用	171,817	180,408	189,428	198,900
分出再保险合同资产	25,846	30,738	32,275	33,889	35,583
长期股权投资	258,872	302,077	317,181	333,040	349,692
存出资本保证金	6,333	6,591	6,921	7,267	7,630
投资性房地产	12,753	12,319	12,935	13,582	14,261
固定资产	48,112	47,845	50,237	52,749	55,387
在建工程	5,182	5,819	6,110	6,415	6,736
使用权资产	1,480	1,557	1,635	1,717	1,802
资产总计	5,653,727	6,769,546	7,108,023	7,463,424	7,836,596
交易性金融负债	不适用	53,521	55,595	57,658	59,686
卖出回购金融资产款	216,704	151,564	157,436	163,278	169,023
预收保费	48,878	28,760	29,874	30,983	32,073
应付职工薪酬	8,586	10,582	10,992	11,400	11,801
应交税费	1,106	1,617	1,680	1,742	1,803
长期借款	12,719	12,693	13,185	13,674	14,155
应付债券	34,999	35,194	36,558	37,914	39,248
保险合同负债	4,859,175	5,825,026	6,050,718	6,275,239	6,496,031
分出再保险合同负债	160	188	160	166	172
租赁负债	1,569	1,255	1,318	1,369	1,420
递延所得税负债	272	1,549	147	153	158
负债合计	5,316,011	6,248,298	6,490,390	6,731,225	6,968,061
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	53,934	54,158	54,429	54,701	54,974
盈余公积	110,845	122,479	128,603	135,033	141,785
未分配利润	268,440	362,377	434,852	521,823	626,187
归属母公司股东权益	327,784	509,675	603,920	715,943	849,251
股东权益合计	337,716	521,248	617,633	732,199	868,535
负债和股东权益	5,653,727	6,769,546	7,108,023	7,463,424	7,836,596

利润表 (百万元)

至12月31日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	405,040	528,567	524,496	537,135	545,157
保险服务收入	212,445	208,161	216,630	220,527	230,436
利息收入	不适用	120,958	110,544	111,428	112,124
投资收益	178,297	70,378	62,017	65,118	60,776
公允价值变动损益	4,170	118,160	124,035	128,426	129,808
营业支出	-352,689	-412,967	-409,786	-419,661	-425,929
保险服务费用	-150,353	-180,544	-179,153	-183,471	-186,211
分出保费的分摊	-4,726	-5,071	-5,032	-5,153	-5,230
承保财务损益	-127,426	-209,952	-208,335	-213,355	-216,542
利息支出	不适用	-4,200	-4,168	-4,268	-4,332
手续费及佣金支出	-1,731	-1,798	-1,784	-1,827	-1,854
税金及附加	-1,413	-1,430	-1,419	-1,453	-1,475
营业利润	52,351	115,600	114,710	117,474	119,228
净利润	52,707	108,940	108,091	110,697	112,348
归属母公司股东净利润	51,184	106,935	105,929	108,483	110,101

主要财务比率

至12月31日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
内含价值	1,260,567	1,401,146	1,532,716	1,683,442	1,857,155
新业务价值	36,860	33,709	37,325	38,704	40,404
成长					
营业收入增长 (%)	4.2	30.5	-0.8	2.4	1.5
归属母公司净利润增长 (%)	-23.2	108.9	-0.9	2.4	1.5
NBV增长 (%)	2.4	24.3	10.7	3.7	4.4
ROE (%)	15.6	20.9	17.5	15.1	12.9
ROA (%)	0.9	1.6	1.5	1.5	1.4
每股指标 (元)					
每股内含价值	44.60	49.57	54.23	59.56	65.71
每股新业务价值	1.30	1.19	1.32	1.37	1.43
每股收益	1.81	3.78	3.75	3.84	3.90
每股净资产	11.60	18.03	21.37	25.33	30.05
估值比率					
P/EV	0.81	0.73	0.67	0.61	0.55
P/E	20.05	9.60	9.69	9.46	9.32
P/B	3.13	2.01	1.70	1.43	1.21

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。