

保险服务业绩驱动利润增长， 浮动收益型业务占比大幅提升

核心观点

受益于保险服务费用和承保财务损失优化，公司一季度归母净利润同比+39.5%，而 NBV 在新单保费面临一定压力的同时仍实现稳健增长。虽然一季度新单保费同比-4.5%，但仍需看到公司一季度浮动收益型业务首年期交保费占首年期交保费的比重同比大幅提升至 51.72%，产品结构优化转型成效显著，浮动收益型业务占比的提升有助于提升公司在低利率环境下的长期资产负债匹配和稳健经营能力。此外，虽然代理人渠道“报行合一”逐步推进等因素对代理人渠道短期发展带来一定压力，但长期来看公司作为头部险企在监管引导行业高质量发展的政策环境下相对更为受益，竞争优势长期来看有望进一步凸显。当前公司估值安全边际充足，看好估值修复投资机会。

事件

中国人寿披露 2025 年一季度业绩

公司一季度归母净利润同比+39.5%至 288.02 亿元，NBV 同比+4.8%，年化总、净投资收益率分别同比-0.48pct、-0.22pct 至 2.75%、2.60%。

简评

1. 整体业绩：保险服务业绩驱动利润增长

一季度公司归母净利润同比+39.5%至 288.02 亿元，一方面由于公司持续深化资产负债联动，不断加强承保管理，保险服务费用同比-32.8%至 275.83 亿元，带动保险服务业绩同比+123.9%至 259.13 亿元；另一方面由于市场利率变化影响，承保财务损失同比-5.4%至 447.25 亿元。

2. 负债端：NBV 稳健增长，产品结构显著优化

浮动收益型业务期交保费占比大幅提升，NBV 稳健增长。

一季度 NBV 同比+4.8%，预计主要由预定利率下调背景下的 NBVM 改善驱动。在代理人渠道推进“报行合一”和公司积极推动产品结构优化转型的背景下，公司一季度新单保费同比-4.5%至 1074.34 亿元，但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，转型成效明显。整体来看，公司积极推进产品供给形态多元、期限多元、成本多元，大力发展浮动收益型业务，两全险、年金险、终身寿险、健康险业务实现均衡发展。

中国人寿 (601628. SH)

维持

买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

沃昕宇

woxinyu@csc.com.cn

010-56135215

SAC 编号:S1440524070019

发布日期： 2025 年 05 月 06 日

当前股价： 36.31 元

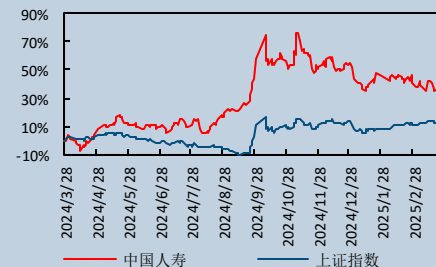
目标价格 12 个月： 52.20 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.38/-4.18	-10.94/-10.22	32.79/21.50
12 月最高/最低价 (元)		49.10/26.53
总股本 (万股)		2,826,470.50
流通 A 股 (万股)		2,082,353.00
总市值 (亿元)		8,983.69
流通市值 (亿元)		7,919.19
近 3 月日均成交量 (万)		1359.43
主要股东		
中国人寿保险(集团)公司		68.37%

股价表现



相关研究报告

24.11.09	【中信建投保险 II】中国人寿 (601628): 个险队伍量稳质优，总投资收益驱动利润高增
24.05.01	【中信建投保险 II】中国人寿 (601628): 一季度 NBV 增速亮眼，后续资产端表现有望回暖

一季度公司销售队伍基本盘保持稳固。公司稳步推进营销体系改革，持续推进销售队伍向专业化、职业化、综合化转型。截至一季度末，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，同比-4.2%、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。

3. 资产端：一季度市场利率短期向上，总投资收益同比减少

一季度总投资收益同比-16.8%至 537.67 亿元，总投资收益率同比-0.48pct 至 2.75%，主因一季度实现公允价值变动损失 24.34 亿元，而 24Q1 为公允价值变动收益 294.61 亿元。公允价值变动损失预计主因一季度利率有所上行导致按 FVTPL 计量的固收类资产公允价值有所下降。一季度净投资收益同比+3.67%至 442.47 亿元，净投资收益率同比-0.22pct 至 2.60%。截至一季度末，公司投资资产达 6.82 万亿元，较 2024 年底增长 3.1%。

4. 投资建议：利润增长和产品结构转型表现均有亮眼表现，长期看公司综合竞争优势有望进一步凸显

受益于保险服务费用和承保财务损失优化，公司一季度归母净利润同比+39.5%，而 NBV 在新单保费面临一定压力的同时仍实现稳健增长。虽然一季度新单保费同比-4.5%，但仍需看到公司一季度浮动收益型业务首年期交保费占首年期交保费的比重同比大幅提升至 51.72%，产品结构优化转型成效显著，浮动收益型业务占比的提升有助于提升公司在低利率环境下的长期资产负债匹配和稳健经营能力。此外，虽然代理人渠道“报行合一”逐步推进等因素对代理人渠道短期发展带来一定压力，但长期来看公司作为头部险企在监管引导行业高质量发展的政策环境下相对更为受益，竞争优势长期来看有望进一步凸显。估值方面，截至 4 月 30 日收盘，公司 2025 年 PEV 为 0.66 倍，股息率为 1.8%，安全边际充足，看好估值修复投资机会。我们预计公司 2025/2026/2027 年的 NBV 增速分别为 7.2%/11.7%/13.0%，给予公司未来 12 个月目标价 52.20 元，维持“买入”评级。

表 1: 中国人寿新业务价值及每股指标预测

主要数据（人民币元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	1.81	3.78	3.93	4.28	4.60
BPS	16.88	18.03	18.93	20.17	21.48
DPS	0.43	0.65	0.66	0.67	0.70
EVPS	44.60	49.57	54.95	60.91	67.52
同比增长（%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	-23.2%	108.9%	3.8%	9.0%	7.4%
BPS	30.3%	6.8%	5.0%	6.6%	6.5%
DPS	-12.2%	51.2%	0.8%	3.0%	3.0%
EVPS	2.4%	11.2%	10.8%	10.8%	10.9%
NBV	11.9%	24.3%	7.2%	11.7%	13.0%

资料来源：公司公告，中信建投证券

风险提示：

负债端改革不及预期：当前公司寿险业务持续深化转型，若公司代理人队伍质量提升不及预期，可能会影响到公司的新业务价值。

长端利率超预期下行：如果长端利率出现超预期下行，将对公司的投资收益产生不利影响。

权益市场大幅下滑：如果权益市场出现大幅下滑，将对公司的投资收益产生不利影响。

居民对保障型产品的需求复苏情况持续大幅低于预期：保障型产品的新业务价值率一般较高，若居民对此类产品的需求持续低迷，可能对公司的新业务价值增长带来负面影响。

分析师介绍

赵然

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士，base 上海。上海交通大学金融科技行研团队成员。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融 IT 系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6 年证券研究的工作经验。2018 年 wind 金融分析师（金融工程）第二名 2019 年、2020 年 Wind 金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名

沃昕宇

中信建投非银金融与前瞻团队分析师，北京大学硕士，主要覆盖保险/保险科技、养老金融领域，对人身险产品结构转型、资产负债匹配、养老金金融等细分领域有较为深入的研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅 -5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅 -10%-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk