

2025 年 06 月 23 日

中国人寿 (601628. SH)

——资产负债匹配良好，分红险转型处于行业领先

投资评级：买入（首次）

投资要点：

➤ **中国人寿 25 年 1 季度归母净利润同比增长 39.5%至 288 亿元，归母净资产较年初增加 4.5%至 5325 亿元，表现稳健，具体来看：**

1、归母净利润主要由保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-分出保费的分摊等+摊回保险服务费用）同比增长 124%驱动，其中保险服务收入在总保费平稳的背景下温和上升 0.8%，而保险服务费用大幅下降 32.8%，我们认为主要原因是 24Q1 肺炎和支气管炎赔付基数高，而今年同期恢复至正常水准，以及国寿过去销售的万能险保证利率较高，24 年较低的利率环境造成亏损，25Q1 利率阶段性回升使得亏损有所转回；

2、国寿 25Q1 新单保费同比下降 4.5%，扣除高增的短期险，国寿长期险新单同比降幅约为 15.1%，显示出新单的业务压力，国寿 25Q1 新业务价值在同比口径下增长 4.8%，我们认为相较主要同业略慢主要源于开门红就转型销售难度较高的分红险，以及银保基数较高，Q2 以来公司已经采取了多种有效举措提升新业务价值的完成进度，我们预计年内新单和新业务价值都将有所回暖，举措包括：产品结构由中期年金转向价值率更高的传统/分红养老年金；部分产品在保持客户利益不变的情况下，在个险报行合一的框架下通过佣金时间分布和费用结构上的调整提升价值率；集团多种方式支持 Q2 的绩效达成，强化必保目标的达成；

3、国寿 25Q1 总投资收益同比下降 16.8%至 538 亿元，对应总投资和净投资收益率为 2.75%和 2.60%，较去年同期微幅下降 48 和 22bp，整体稳定。

➤ **国寿的核心优势在于资产负债优秀，长期风险把控严格，分红险转型领先：**

1、资产负债匹配优秀：公司多年来持续收窄资产负债的久期缺口，且相较于其他上市同业保险合同负债的折现率采用 20/50/60 日的均线（moving average），国寿采取即期利率（spot），和资产端计量方式保持一致，从而减少净资产的波动，在 25Q1 利润表体现为“其他债券投资公允价值变动”的-470 亿元，和“可转损益的保险合同金融变动”411 亿元的相对匹配；

2、负债端长期风险把控较严：我们认为近年来国寿主要销售的产品是实际久期约为 10 年的年金，而非同业的传统增额终寿，从而有利于规避未来的潜在利率下行风险，且由于负债端久期较短，其对应的准备金折现利率处于曲线近端，较 2.5%的预定利率接近，使得国寿的服务边际（CSM）安全性较高；

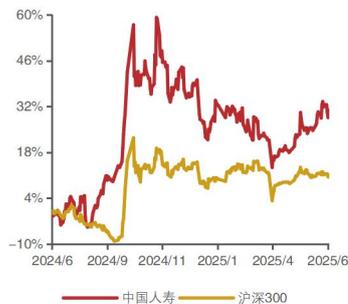
3、分红险销售转型较早：分红险具有刚性成本较低、各类经济和非经济假设偏差可被 CSM 吸收，以及类浮息债的短有效久期特点，国寿在 25 年开门红就主打分红，25Q1 分红险占新单期缴比例达到 51.72%，进度优于大部分上市同业；销售转型较顺利的背后是个险队伍良好的姿态，国寿持续经营客户、保费、主管和新人 4 条生产线并保持对月均星级人力、增率等核心指标的追踪；

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 20 日

收盘价 (元)	40.20
一年内最高/最低 (元)	50.88/28.96
总市值 (百万元)	1,136,241.14
流通市值 (百万元)	1,136,241.14
总股本 (百万股)	28,264.71
资产负债率 (%)	92.19
每股净资产 (元/股)	18.84

资料来源：聚源数据

4、偿付分红未来有空间：截至 25 年 Q1 末，国寿的偿付能力报告中对资产端依然采用老会计准则口径，后续资产重分类后将较大的偿付能力释放。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 1090/1213/1263 亿元，同比增速分别为 1.9%/11.3%/4.1%，25–27 年每股内含价值为 55.1/59.7/64.1 元，当前股价对应 PEV 估值为 0.73、0.67 和 0.63 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：1、长期国债利率大幅下降；2、权益市场大幅向下波动；3、新单保费大幅下降。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	4050	5286	5538	6099	6666
同比增长率（%）	1.4%	30.5%	4.8%	10.1%	9.3%
归母净利润（亿元）	512	1069	1090	1213	1263
同比增长率（%）	-13.8%	108.9%	1.9%	11.3%	4.1%
每股收益（元/股）	1.81	3.78	3.85	4.29	4.47
市盈率（P/E）	22.2	10.6	10.4	9.4	9.0
每股内含价值（元/股）	44.6	49.6	55.1	59.7	64.1
内含价值估值（P/EV）	0.90	0.81	0.73	0.67	0.63

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要：百万元人民币

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	528567	553838	609880	666555
保险服务收入	208161	216115	228394	247550
投资收益（含利息收入，投资收益和公允价值变动）	309496	326917	367782	404152
其他业务收入	10910	10806	13704	14853
营业支出	-412967	-428017	-473039	-524139
保险服务费用	-180544	-174015	-187136	-204229
承保财务支出	-209952	-230282	-261625	-294193
手续费和佣金支出	-1798	-1772	-1827	-1931
税金及其他	-1430	-1470	-1530	-1609
业务和管理费	-7378	-7564	-7765	-8169
其他支出项	-11865	-12915	-13155	-14008
利润总额	115213	125821	136841	142416
所得税	-6273	-15099	-13684	-14242
净利润	108940	110723	123157	128174
所属公司股东净利润	106935	108951	121309	126252

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
交易性	1908098	2204792	2448080	2714745
债权投资	196754	220479	249180	281529
其他债权	3458895	4143489	4896159	5781402
其他权益	171817	193870	218579	251365
其他（长期股权投资等）	875507	840102	931145	1025570
投资资产	6611071	7602732	8743141	10054613
非投资资产	158475	190068	262294	301638
资产合计	6769546	7792800	9005436	10356251
保险合同负债	5825026	6698780	7703597	8859136
卖出回购	151564	200963	231108	265774
应付债券	35194	40193	46222	53155
其他负债	236514	259797	345064	406771
负债	6248298	7199733	8325990	9584836
股本	28265	28265	28265	28265
资本公积	54158	54204	54204	54204
盈余公积	122479	134464	147808	161695
未分配利润	362377	435524	515634	597423
一般风险准备	74365	79813	85878	92191
其他综合收益	-131969	-151969	-166969	-178969
归属于母公司股东权益	509675	580300	664819	754809
少数股东权益	11573	12767	14626	16606
股东权益	521248	593067	679445	771415
负债及股东权益	6769546	7792800	9005436	10356251

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。