

2025年08月27日

# 中国人寿 (601628)

## ——NBV超预期，利率下行阶段性影响保险服务业绩

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

市场数据：2025年08月27日

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元)      | 41.66              |
| 一年内最高/最低(元) | 50.88/32.37        |
| 市净率         | 2.2                |
| 股息率(分红/股价)  | 1.56               |
| 流通A股市值(百万元) | 867,508            |
| 上证指数/深证成指   | 3,800.35/12,295.07 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

|              |               |
|--------------|---------------|
| 每股净资产(元)     | 18.53         |
| 资产负债率%       | 92.66         |
| 总股本/流通A股(百万) | 28,265/20,824 |
| 流通B股/H股(百万)  | -/7,441       |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004  
luozh@swsresearch.com  
孙冀齐 A0230523110001  
sunjq@swsresearch.com

联系人

孙冀齐  
(8621)23297818x  
sunjq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**保险服务业绩承压致使利润增速阶段性回落。**1H25 公司实现归母净利润 409.31 亿元，yoy+6.9%，同比增速较 1Q25 下降 32.6pct；其中，2Q25 归母净利润 yoy-31.2%至 121.29 亿元，预计主要受债券投资高基数+长端利率下行导致 1Q25 VFA 亏损合同转回部分重新转为亏损影响。细分结构来看，1H25 保险服务业绩/投资业绩 yoy-17.2%/-3.7%。截至 6 月末，公司归属于母公司股东权益/EV/CSM 较 24 年末分别+2.7%/+5.5%/+1.6%至 5236.19 亿元/1.48 万亿元/7547.30 亿元，整体表现亮眼。

**新单重回正增+NBVM 持续改善，NBV 增速超预期。**1H25 NBV yoy+20.3%至 285.46 亿元，超出我们的预期（我们预计 yoy+10.9%）。其中，1H25 新单保费 yoy+0.6%至 1612.55 亿元，重回正增；预定利率下调+产品结构优化态势下 NBVM 延续改善态势，以 NBV/新单作为 NBVM 的近似估计（下同），1H25 NBVM yoy+2.9pct 至 17.7%。细分渠道来看：

- **个险：NBV 稳增，代理人规模降幅收窄。**1H25 个险 NBV yoy+9.5%至 243.37 亿元，新单 yoy-21.6%至 738.85 亿元，预计主要受 24 年“报行合一”需求透支阶段性影响，但产品结构优化+“报行合一”+预定利率下调推动 NBVM 同比+9.4pct 至 32.9%，为驱动渠道 NBV 正增的核心动能。截至 6 月末，公司总销售人力/个险销售人力分别为 64.1/59.2 万人，qoq-0.8%/-0.7%，降幅较上期收窄 2.2pct/2.4pct。
- **银保：量价齐升，带动 NBV 同比高增。**1H25 非个险渠道（预计主要为银保）NBV yoy+178.7%至 42.09 亿元；其中，低基数+银保战略地位及资源倾斜提升态势下，银保渠道新单 yoy+111.1%至 358.73 亿元，NBVM（非个险 NBV/银保新单）yoy+2.8pct 至 11.7%。

**投资资产突破 7 万亿，FVOCI 股票占比+11pct 至 23%。**1H25 公司总/净投资收益率分别为 3.29%/2.78%，yoy-0.3pct/-0.25pct，预计主要受长端利率下行叠加去年同期债券投资收益贡献基数较高影响。截至 6 月末，公司总投资资产较上年末+7.8%至 7.13 万亿元，首次突破 7 万亿大关；其中，固定到期日金融资产、权益类金融资产、投资性房地产、现金及其他、联营及合营企业投资占比分别为 73.6%/20.0%/0.2%/1.8%/4.5%，较 24 年末水平-0.7pct/+0.8pct/+0pct/+0.1pct/-0.1pct；股票及基金配置规模分别较 24 年末提升 1190.54/441.53 亿元至 6201.37/3507.04 亿元，占比较 24 年末+1.1pct/+0.3pct 至 8.7%/4.9%；其中，分类为 FVOCI 的股票占比较 24 年末+10.6pct 至 22.6%。

**投资分析意见：维持盈利预测，维持“买入”评级。**分级分类监管导向下，公司作为寿险“头雁”，在探索多元化资产配置等方面有望获得进一步政策支持，并将持续受益于行业集中度提升趋势。截至 8 月 27 日，公司收盘价对应 P/EV(25E)为 0.77x，维持“买入”评级。

**风险提示：**长端利率下行、权益市场大幅波动、监管政策影响超预期。

财务数据及盈利预测

| 百万元         | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)   | 405,040.00 | 528,567.00 | 486,722.52 | 496,217.38 | 517,827.21 |
| 同比增长率(%)    | 4.15       | 30.50      | -7.92      | 1.95       | 4.35       |
| 归母净利润(百万元)  | 51,184.00  | 106,935.00 | 114,289.55 | 128,458.39 | 152,557.95 |
| 同比增长率(%)    | -23.24     | 108.92     | 6.88       | 12.40      | 18.76      |
| 每股收益(元/股)   | 1.81       | 3.78       | 4.04       | 4.54       | 5.40       |
| 每股内含价值(元/股) | 44.60      | 49.57      | 54.13      | 58.97      | 64.15      |
| P/E         | .          | .          | .          | .          | .          |
| P/EV        | 0.93       | 0.84       | 0.77       | 0.71       | 0.65       |

**合并利润表**

| 百万元            | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>一、营业收入</b>  | 405,040  | 528,567  | 486,723  | 496,217  | 517,827  |
| 保险服务收入         | 212,445  | 208,161  | 211,941  | 215,605  | 221,617  |
| 利息收入           | 不适用      | 120,958  | 114,200  | 115,593  | 116,647  |
| 投资收益           | 178,297  | 70,378   | 133,399  | 128,216  | 136,795  |
| 公允价值变动损益       | 4,170    | 118,160  | 15,729   | 24,778   | 30,143   |
| 汇兑损益           | -381     | -25      | -28      | -30      | -33      |
| 其他收益           | 144      | 143      | 150      | 158      | 166      |
| 其他业务收入         | 10,365   | 10,792   | 11,332   | 11,898   | 12,493   |
| <b>二、营业支出</b>  | -352,689 | -412,967 | -363,179 | -357,388 | -353,012 |
| 保险服务费用         | -150,353 | -180,544 | -175,911 | -178,952 | -182,834 |
| 分出保费的分摊        | -4,726   | -5,071   | -5,477   | -5,915   | -6,388   |
| 减：摊回保险服务费用     | 4,438    | 5,449    | 5,885    | 6,356    | 6,864    |
| 承保财务损益         | -127,426 | -209,952 | -167,962 | -159,564 | -151,585 |
| 减：分出再保险财务损益    | 616      | 671      | 725      | 783      | 845      |
| 利息支出           | 不适用      | -4,200   | -4,284   | -4,370   | -4,457   |
| 手续费及佣金支出       | -1,731   | -1,798   | -1,709   | -1,739   | -1,787   |
| 税金及附加          | -1,413   | -1,430   | -1,502   | -1,577   | -1,655   |
| 业务及管理费         | -6,307   | -7,378   | -6,563   | -6,677   | -6,863   |
| 信用减值损失         | 不适用      | 207      | 197      | 187      | 177      |
| 资产减值损失         | -53,001  | 不适用      | 不适用      | 不适用      | 不适用      |
| <b>其他业务成本</b>  | -12,786  | -7,310   | -6,579   | -5,921   | -5,329   |
| <b>三、营业利润</b>  | 52,351   | 115,600  | 123,543  | 138,829  | 164,816  |
| 加：营业外收入        | 94       | 35       | 37       | 39       | 41       |
| <b>减：营业外支出</b> | -457     | -422     | -443     | -465     | -489     |
| <b>四、利润总额</b>  | 51,988   | 115,213  | 123,137  | 138,403  | 164,368  |
| 减：所得税费用        | 719      | -6,273   | -6,704   | -7,536   | -8,949   |
| <b>五、净利润</b>   | 52,707   | 108,940  | 116,432  | 130,867  | 155,418  |
| 归属于母公司股东的净利润   | 51184    | 106935   | 114290   | 128458   | 152558   |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                          |
|--------|-----|--------------|--------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swhysc.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swhysc.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swhysc.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swhysc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swhysc.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swhysc.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；           |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。