

中国人寿 (601628.SH) 2 季度负债端改善明显, 投资端进一步增配权益

2025 年 08 月 28 日

——中国人寿 2025 年半年报点评

投资评级: 买入 (维持)
高超 (分析师)

gaochao1@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

日期	2025/8/28
当前股价(元)	41.66
一年最高最低(元)	50.88/32.26
总市值(亿元)	11,775.08
流通市值(亿元)	8,675.08
总股本(亿股)	282.65
流通股本(亿股)	208.24
近 3 个月换手率(%)	4.64

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《业绩增长超预期, 分红险转型成效明显——中国人寿 2025 年一季报点评》-2025.4.30

《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, 人力规模和质效持续提升——中国人寿 2024Q3 业绩点评》-2024.10.31

● 2 季度负债端改善明显, 投资端进一步增配权益

2025H1 公司归母净利润 409.3 亿元, 同比+6.9%, 增速较 1 季度有所回落, 主要受保险服务费用波动拖累 (VFA 法下保险合同负债受即期利率波动影响), 加权平均净资产收益率 7.83%, 同比增加 0.04pct。加回分红后, 2 季度末公司归母净资产较年初+5.2%。期末 EV 1.48 万亿, 较年初+5.5% (回溯口径)。公司拟中期分红 67.3 亿元, 同比+19.0%, 占 2024 年全年分红的 37%。我们预测 2025-2027 年 NBV 分别同比 +15.0%/+10.0%/+10.0%, 对应 EV 同比分别为 +9.3%/+9.3%/+9.2%。基于中报数据, 我们下调 2025 年、上调 2026 年和 2027 年归母净利润预测分别为 1138/1304/1510 亿元 (前值为 1170/1290/1478 亿元), 分别同比+6.4%/+14.6%/+15.8%, 对应 EPS 分别为 4.0/4.6/5.3 元。对应 PEV 分别为 0.77/0.70/0.64 倍, 公司拟中期分红 67.3 亿元, 同比+19.0%, 占 2024 年全年分红的 37%, 分红险转型成效显著, 看好公司资产端权益弹性, 维持“买入”评级。

● 分红险转型效果突出, 银保新单显著增长

(1) 2025H1 总保费 5251 亿元, 同比+7.3%, 新单保费 1612 亿元, 同比+0.6%。NBV 达成 285.5 亿元, 同比+20.3% (回溯口径), 增速明显优于 1 季度的+4.5%, 2 季度负债改善明显。不回溯口径下上半年 NBV 同比-11.5%, 上半年 NBV 同比增长预计主要受益于预定利率调降带来价值率同比提升 (回溯口径)。(2) 个险渠道 NBV 达成 243.4 亿元, 同比+9.5% (回溯口径), 个险渠道大力推动浮动收益型产品, 分红险快速增长, 占个险渠道首年期交保费比重超 50%, 成新单保费重要支撑。截至本报告期末, 个险销售人力为 59.2 万人, 同比-5.9%, 整体保持稳定, 队伍优增人力同比提升 27.6%。(3) 银保渠道新单保费达 358.7 亿元, 同比显著增长 111.1%, 首年期交保费达 170.3 亿元, 同比增长 34.4%, 客户经理 1.8 万人, 人均产能同比大幅提升。

● 显著增配权益资产, 票息和债市拖累总投资收益

截至报告期末, 公司投资资产达 7.13 万亿, 较 2024 年底+7.8%, 同比+17.1%, 固收类资产配置比例保持稳定, 股票和基金 (不含货基) 配置比例由年初的 12.18% 上升至 13.60%, 其他权益工具投资占比较年初的 2.60% 进一步提升至 3.55%。2025H1 实现净投资收益 961 亿, 净投资收益率为 2.78%, 同比-0.25pct; 实现总投资收益 1275 亿, 总投资收益率为 3.29%, 同比-0.30pct, 长债票息下降和债市同比表现较弱均对总投资收益造成拖累。

● 风险提示: 长端利率超预期下行; 负债端增速不达预期。

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	218,569	233,869	250,240
YOY	16.4%	-2.0%	5.0%	7.0%	7.0%
内含价值 (百万元)	1,260,567	1,401,146	1,531,479	1,674,153	1,828,644
YOY	2.4%	11.2%	9.3%	9.3%	9.2%
新业务价值 (百万元)	36,860	33,709	38,765	42,642	46,906
YOY	2.4%	-8.5%	15.0%	10.0%	10.0%
归母净利润 (百万元)	51,184	106,935	113,780	130,419	151,013
YOY	-23.2%	108.9%	6.4%	14.6%	15.8%
P/B	3.68	2.37	1.98	1.67	1.41
P/EV	0.93	0.84	0.77	0.70	0.64

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	8,591,087	9,622,017
分出再保险资产	25,846	30,738	35,349	39,944	44,338
递延所得税资产	74,818	40,026	40,026	40,026	40,026
其他资产	-106,187	87,711	85,597	98,346	50,486
资产总计	5,653,727	6,769,546	7,763,703	8,769,403	9,756,867
卖出回购金融资产款	216,704	151,564	162,173	173,526	185,672
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	6,698,780	7,569,621	8,402,280
分出再保险合同负债	188	160	160	160	160
其他负债	227,225	258,855	265,556	272,257	279,294
负债合计	5,316,011	6,248,298	7,139,362	8,028,257	8,880,099
归属于母公司所有者 权益合计	327,784	509,675	610,479	724,691	857,301
少数股东权益	9,932	11,573	13,862	16,455	19,466
所有者权益合计	337,716	521,248	624,341	741,146	876,768

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	405,040	528,567	537,502	587,611	640,160
保险服务收入	212,445	208,161	218,569	233,869	250,240
总投资收益	182,467	309,496	307,523	341,776	377,370
其他业务收入	10,128	10,910	11,410	11,966	12,551
营业支出	352,689	412,967	418,593	449,942	479,121
保险服务费用	150,353	180,544	185,784	196,450	207,699
分出保费的分摊	4,726	5,071	6,874	7,269	7,685
减：摊回保险服务费用	-4,438	-5,449	-5,016	-5,304	-5,608
承保财务损益	127,426	209,952	214,361	234,658	252,068
减：分出再保险财务损 益	-616	-671	-6,431	-7,040	-7,562
财务费用	-	4,200	4,200	4,200	4,200
其他业务成本	75,238	19,320	18,822	19,709	20,639
营业利润	52,351	115,600	118,908	137,670	161,039
加：营业外收入	94	35	35	35	35
减：营业外支出	-457	-422	-422	-422	-422
利润总额	51,988	115,213	118,521	137,283	160,652
减：所得税	719	-6,273	-4,741	-6,864	-9,639
净利润	52,707	108,940	113,780	130,419	151,013
少数股东损益	1,523	2,005	2,162	2,478	2,869
归属于母公司所有者 的净利润	51,184	106,935	113,780	130,419	151,013

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)					
营业收入同比增长	4.15%	30.50%	1.69%	9.32%	8.94%
保险服务收入同比增 长	16.36%	-2.02%	5.00%	7.00%	7.00%
新业务价值同比增速	2.38%	-8.55%	15.00%	10.00%	10.00%
归母净利润同比增长	-23.24%	108.92%	6.40%	14.62%	15.79%
归母净资产同比增长	9.87%	19.74%	14.69%	12.95%	11.26%
获利能力 (%)					
ROE	15.61%	20.90%	18.22%	17.60%	17.22%
ROA	0.93%	1.61%	1.47%	1.49%	1.55%
ROEV	4.18%	7.78%	7.43%	7.79%	8.26%
价值数据 (百万元)					
新业务价值	36,860	33,709	38,765	42,642	46,906
内含价值	1,260,567	1,401,146	1,531,479	1,674,153	1,828,644
每股指标 (元)					
每股收益	1.81	3.78	4.03	4.61	5.34
每股净资产	11.60	18.03	21.60	25.64	30.33
每股内含价值	44.60	49.57	54.18	59.23	64.70
估值比率					
P/B	3.68	2.37	1.98	1.67	1.41
P/EV	0.96	0.86	0.79	0.72	0.66

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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