

中国人寿 (601628.SH)

业务转型显效，价值稳健增长

优于大市

核心观点

2025年上半年，公司归母净利润同比增长6.9%。2025年，公司不断深化转型举措，叠加精准的市场策略定位，上半年实现总保费收入5250.88亿元，同比增长7.3%，创历史同期最好水平。公司归属于母公司股东的净利润达409.31亿元，同比增长6.9%。其中，受益于渠道及产品结构的不断优化，公司新业务价值大幅提升至285.46亿元，按可比口径计算同比增长20.3%，保持行业领先地位。

浮动收益型产品占比提升，价值率显著改善。2025年以来，行业受制于保险需求透支、预定利率调降、缺乏爆款产品等因素影响，保费收入增速疲软。在此背景下公司加大多元产品供给，人寿保险、年金保险和健康保险的新单保费比重分别为30.32%、32.01%和33.42%，形成相对均衡的产品结构。业务品质方面，14个月保单持续率达到92.10%，同比提升0.6个百分点，业务基础更加稳固。公司浮动收益型业务实现强劲增长，在首年期交保费中的占比较上年同期提升超过45个百分点，业务结构转型取得突破性进展。此外，公司持续加大产品长期化转型，首年期交保费规模达812.49亿元，位居行业首位；十年期及以上首年期交保费占比提升至37.30%。

渠道转型成效显著，银保渠道增速亮眼。2025年上半年，公司个险渠道实现总保费4004.48亿元，同比增长2.6%。其中，十年期及以上首年期交保费占比超过45%，业务可持续发展能力稳固。分红险在个险渠道首年期交保费中占比超过50%，成为新单保费的重要支撑。银保渠道上半年实现总保费724.44亿元，同比大幅增长45.7%，其中首年期交保费170.32亿元，同比增长34.4%。银保渠道客户经理人均产能同比大幅提升51.8%，网均产能提升效果显著。

投资端增配权益资产，总投资收益同比提升4.20%。上半年，公司实现净投资收益960.67亿元，净投资收益率为2.78%；实现总投资收益1275.06亿元，总投资收益率为3.29%。公司稳步推进中长期资金入市，公开市场权益规模较年初增加超过1500亿元，私募证券投资基金累计出资350亿元。截至年中，公司股票和基金（不包含货币市场基金）配置比例较年初进一步提升至13.6%。此外，公司积极参与黄金等创新品种投资，拓宽保险资金投资渠道，增强投资组合多样性。

投资建议：作为我国人身险行业龙头，中国人寿不断推进负债端一系列转型措施，叠加资产端配置结构优化，我们维持公司2025年至2027年盈利预测，预计2025至2027年公司EPS为3.83/3.88/3.94元/股，当前股价对应P/EV为0.81/0.75/0.68x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；长端利率下行；资产收益下行等。

| 盈利预测和财务指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 837,859 | 528,567 | 548,924 | 573,278 | 605,550 |
| (+/-%) | 1.43% | -36.91% | 3.85% | 4.44% | 5.63% |
| 归母净利润(百万元) | 21,110 | 106,935 | 108,194 | 109,646 | 111,266 |
| (+/-%) | -34.20% | 406.56% | 1.18% | 1.34% | 1.48% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.75 | 3.78 | 3.83 | 3.88 | 3.94 |
| 每股内含价值 | 44.60 | 49.57 | 53.01 | 57.28 | 62.51 |
| (+/-%) | 2.44% | 11.15% | 6.93% | 8.07% | 9.13% |
| PEV | 0.96 | 0.86 | 0.81 | 0.75 | 0.68 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·保险 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

S0980525070007

基础数据

| | |
|------------|--------------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 41.66元 |
| 总市值/流通市值 | 1177508/1177508百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 50.88/32.37元 |
| 近3个月日均成交额 | 606.11百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国人寿(601628.SH)-负债结构优化，利润水平提升》—2025-04-30
- 《中国人寿(601628.SH)-投资弹性驱动业绩高速增长》—2025-03-27
- 《中国人寿(601628.SH)-资产持续重估，利润历史新高》—2024-10-31
- 《中国人寿(601628.SH)-龙头优势保持，价值指标提升》—2024-08-30
- 《中国人寿(601628.SH)-利润降幅收窄，营销改革深化》—2024-04-27

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表 (百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 149,566 | 86,519 | 89,115 | 91,788 | 94,542 | 保险服务收入 | 不适用 | 208,161 | 218,569 | 231,145 | 248,505 |
| 金融投资 | 4,223,367 | 5,735,564 | 6,152,811 | 6,599,120 | 7,078,434 | 利息收入 | 不适用 | 120,958 | 125,796 | 132,086 | 138,690 |
| 使用权资产 | 1,480 | 1,557 | 1,573 | 1,588 | 1,604 | 投资净收益 | 190,627 | 70,378 | 77,416 | 83,609 | 90,298 |
| 买入返售金融资产 | 17,487 | 30,560 | 32,088 | 33,692 | 35,377 | 公允价值变动净收益 | 4,169 | 118,160 | 115,797 | 114,639 | 115,785 |
| 分出再保险合同资产 | 不适用 | 30,738 | 32,890 | 35,192 | 37,655 | 汇兑净收益 | -381 | -25 | -24 | -24 | -23 |
| 交易性金融资产 | 253,879 | 1,908,098 | 2,022,584 | 2,143,939 | 2,272,575 | 其他收益 | 144 | 143 | 150 | 158 | 166 |
| 长期股权投资 | 257,606 | 302,077 | 314,160 | 326,726 | 339,796 | 其他业务收入 | 11,086 | 10,704 | 11,132 | 11,577 | 12,041 |
| 投资性房地产 | 12,753 | 12,319 | 12,196 | 12,074 | 11,953 | 营业收入合计 | 837,859 | 528,567 | 548,924 | 573,278 | 605,550 |
| 无形资产 | 8,369 | 8,262 | 8,179 | 8,098 | 8,017 | 保险服务费用 | 不适用 | 180,544 | 188,534 | 198,777 | 211,580 |
| 其他资产 | 13,909 | 23,214 | 24,143 | 25,108 | 26,113 | 分出保费的分摊 | 不适用 | 5,071 | 5,325 | 5,591 | 5,870 |
| 资产总计 | 5,888,479 | 6,769,546 | 7,185,048 | 7,661,385 | 8,171,994 | 承保财务损失 | 不适用 | 209,952 | 219,400 | 230,370 | 246,496 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 税金及附加 | 1,417 | 1,430 | 1,487 | 1,547 | 1,609 |
| 交易性金融负债 | 5,469 | - | - | - | - | 营业支出合计 | 825,618 | 412,967 | 431,740 | 454,301 | 484,595 |
| 卖出回购金融资产款 | 216,704 | 28,760 | 31,061 | 33,546 | 36,229 | 营业利润 | 12,241 | 115,600 | 117,185 | 118,978 | 120,955 |
| 合同负债 | - | 5,825,026 | 6,291,028 | 6,794,310 | 7,337,855 | 净利润 | 22,633 | 108,940 | 110,199 | 111,651 | 113,271 |
| 长期借款 | 12,719 | 12,693 | 13,201 | 13,729 | 14,278 | 归属于母公司净利润 | 21,110 | 106,935 | 108,194 | 109,646 | 111,266 |
| 预收保费 | 49818 | 28760 | 29910 | 31107 | 32351 | | | | | | |
| 租赁负债 | 1,255 | 1,318 | 1,371 | 1,426 | 1,483 | | | | | | |
| 其他负债 | 116,813 | 127,651 | 134,034 | 140,735 | 147,772 | | | | | | |
| 负债合计 | 5,418,437 | 6,248,298 | 6,548,632 | 7,063,388 | 7,619,031 | | | | | | |
| 总权益 | 470,042 | 521,248 | 662,810 | 625,447 | 581,511 | | | | | | |
| 关键财务与估值指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | | | | | |
| 每股收益 | 0.75 | 3.78 | 3.83 | 3.88 | 3.94 | | | | | | |
| 每股净资产 | 16.63 | 18.44 | 22.52 | 21.16 | 19.56 | | | | | | |
| 每股集团新业务价值 | 1.30 | 1.19 | 1.29 | 1.39 | 1.50 | | | | | | |
| P/E | 56.95 | 11.29 | 11.16 | 11.01 | 10.85 | | | | | | |
| P/B | 2.57 | 2.32 | 1.90 | 2.02 | 2.18 | | | | | | |
| P/EV | 0.96 | 0.86 | 0.81 | 0.75 | 0.68 | | | | | | |
| 集团内含价值增长 | 2% | 11% | 7% | 8% | 9% | | | | | | |
| 新业务价值 | 36860 | 33709 | 36406 | 39318 | 42464 | | | | | | |
| 新业务价值同比 | 2% | -9% | 8% | 8% | 8% | | | | | | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032