

中国人寿 (601628.SH)

强烈推荐 (维持)

分红险占比过半，利润增速环比有所回落

公司披露 2025 中报，实现寿险 NBV 285.5 亿，可比口径下同比+20.3%；归母净利润 409.3 亿，同比+6.9%；归母净资产 5236.2 亿，较年初+2.7%。

- 银保渠道扩张推动 NBV 增速略超预期。1) 2025H1 公司实现寿险 NBV 285.5 亿，可比口径下同比+20.3%，较 Q1 (+4.8%) 显著改善。寿险新单保费 1612.6 亿，同比+0.6%，其中首年期交保费 812.5 亿，同比-16.5%；NBV Margin 为 17.7%，可比口径下同比+2.9pt。2) 分渠道来看，个险 NBV 为 243.4 亿，同比+9.5%，个险销售人力 59.2 万，较年初-3.7%；银保及其他渠道 NBV 为 42.1 亿，同比+178.7%，主要得益于银保渠道落实“报行合一”降本增效，持续拓宽银行合作，网点经营扩面提质，人均产能同比大幅提升 51.8%。3) 积极推进产品多元发展和业务结构转型，人寿保险、年金保险、健康保险新单保费比重分别为 30.3%、32.0%、33.4%，浮动收益型业务在首年期交保费中的占比同比提升超 45 个百分点，分红险占个险渠道首年期交保费比重超 50%，新业务负债刚性成本也进一步下降。4) 截至 6 月末寿险 EV 为 14778.3 亿，较年初+5.5%；合同服务边际为 7547.3 亿，较年初+1.6%。
- 股票投资规模净增加超 1000 亿，投资收益率同比有所下滑。截至 6 月末公司投资资产规模为 71271.5 亿，较年初+7.8%；债券、定期存款、债权型金融产品等品种配置比例基本保持稳定，股票和基金（不包含货币市场基金）配置比例由年初的 12.2% 上升至 13.6%。上半年公司积极布局新质生产力相关领域，加大优质高股息资产配置力度，截至 6 月末股票投资规模 6201.4 亿，较年初净增加 1190.5 亿，其中 OCI 股票为 1402.6 亿，在股票的占比提升至 22.6%。2025H1 公司实现总投资收益 1275.1 亿，同比+4.2%，总投资收益率 3.3%，同比-0.3pt；受债券市场利率维持低位震荡和优质资产稀缺影响，实现净投资收益 960.7 亿，同比+4.0%，净投资收益率 2.8%，同比-0.3pt。
- Q2 单季净利润大幅下滑，偿付能力充足率略有下降。1) 2025H1 公司实现归母净利润 409.3 亿，同比+6.9%，Q2 单季同比-31.2%。从利源分析来看，上半年保险服务业绩同比-18.1%，主要是受到市场利率波动对 VFA 模型的影响。截至 6 月末归母净资产为 5236.2 亿，较年初+2.7%保持稳健增长。2) 综合偿付能力充足率为 190.9%，较年初-16.8pt；核心偿付能力充足率为 139.5%，较年初-13.8pt，下滑主要受权益类资产配置规模增长、市场利率波动等影响。3) 中期分红每股 0.238 元，同比+19.0%；分红比例 16.4%，同比+1.6pt。
- 投资建议：公司负债端分红产品转型成效显著，资产端稳步推进中长期资金入市，整体维持稳健表现。公司作为纯寿险标的上涨弹性更大，能够享受市场更高的 beta 属性，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：寿险发展受困，产品吸引力下降，队伍转型低于预期，经济增长乏力，监管收紧，股市低迷，利率下行。

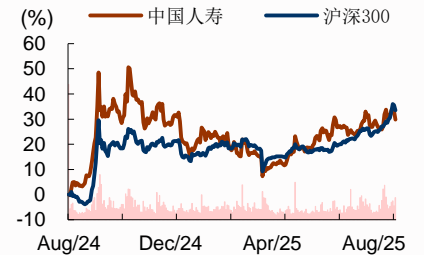
总量研究/非银行金融  
目标估值：  
当前股价：41.66 元

基础数据

总股本 (百万股)	28265
已上市流通股 (百万股)	20824
总市值 (十亿元)	1177.5
流通市值 (十亿元)	867.5
每股净资产 (MRQ)	18.5
ROE (TTM)	20.9
资产负债率	92.7%
主要股东	中国人寿保险(集团)公司
主要股东持股比例	68.37%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	10	35
相对表现	-5	-2	1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中国人寿 (601628) 一利润增速超预期，浮动收益型业务占比过半》 2025-05-03
- 《中国人寿 (601628) 一投资驱动利润突破千亿，下调假设不改 EV 高增》 2025-04-23
- 《中国人寿 (601628) 一利润突破千亿，增速大幅领先同业》 2024-10-31

郑积沙 S1090516020001  
 zhengjisha@cmschina.com.cn  
 张晓彤 S1090524120006  
 zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

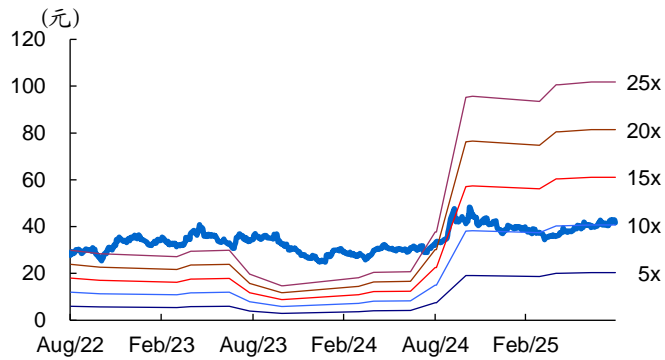
财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	405040	528567	504915	535230	589823
同比增长		30%	-4%	6%	10%
营业利润(百万元)	52351	115600	100043	106063	115009
同比增长		121%	-13%	6%	8%

归母净利润(百万元)	51184	106935	95334	101093	108567
同比增长		109%	-11%	6%	7%
每股收益(元)	1.81	3.78	3.37	3.58	3.84
PE	23.0	11.0	12.4	11.6	10.8
PB	3.6	2.3	2.1	1.9	1.8

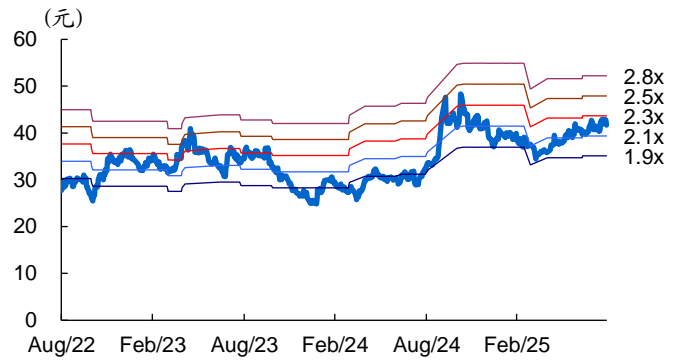
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中国人寿历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中国人寿历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附: 财务预测表

表 1: 资产负债表

单位: 人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	150,520	86,519	95,171	103,736	112,035
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	257,054	0	0	0	0
买入返售金融资产	19,749	30,560	33,616	36,641	39,573
应收利息	47,963	0	0	0	0
定期存款	405,361	438,455	482,301	525,708	567,764
交易性金融资产	0	1,908,098	2,098,908	2,287,810	2,470,834
债权投资	0	196,754	216,429	235,908	254,781
其他债权投资	0	3,458,895	3,804,785	4,147,215	4,478,992
其他权益工具投资	0	171,817	188,999	206,009	222,489
贷款	333,153	0	0	0	0
可供出售金融资产	2,263,047	0	0	0	0
持有至到期投资	1,707,198	0	0	0	0
分出再保险合同资产	25,846	30,738	33,812	36,855	39,803
长期股权投资	258,872	302,077	332,285	362,190	391,166
存出资本保证金	6,333	6,591	7,250	7,903	8,535
投资性房地产	12,753	12,319	13,551	14,770	15,952
固定资产	48,112	47,845	52,630	57,366	61,955
在建工程	5,182	5,819	6,401	6,977	7,535
使用权资产	1,480	1,557	1,713	1,867	2,016
无形资产	8,369	8,262	9,088	9,906	10,699
递延所得税资产	74,818	40,026	44,029	47,991	51,830
其他资产	27,917	23,214	25,535	27,834	30,060
<b>资产总计</b>	<b>5,653,727</b>	<b>6,769,546</b>	<b>7,446,501</b>	<b>8,116,686</b>	<b>8,766,021</b>
短期借款	0	65	36	39	56
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	13,878	0	0	0	0
交易性金融负债	0	53,521	29,437	32,086	46,204
卖出回购金融资产款	216,704	151,564	223,450	243,560	240,784
预收保费	48,878	28,760	47,415	51,683	49,626
应付职工薪酬	8,586	10,582	11,371	12,394	13,491
应交税费	1,106	1,617	1,604	1,749	1,957
长期借款	12,719	12,693	15,203	16,572	17,410
应付债券	34,999	35,194	41,982	45,760	48,139
保险合同负债	4,859,175	5,825,026	6,345,004	6,916,054	7,493,873

分出再保险合同负债	188	160	210	228	234
租赁负债	1,255	1,318	1,536	1,674	1,775
递延所得税负债	1,549	147	1,082	1,180	913
其他负债	116,974	127,651	145,827	158,951	169,544
<b>负债合计</b>	<b>5,316,011</b>	<b>6,248,298</b>	<b>6,873,128</b>	<b>7,491,709</b>	<b>8,091,046</b>
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	53,934	54,158	54,046	54,046	54,083
其他综合收益	-188,048	-131,969	-160,009	-160,009	-150,662
盈余公积	110,845	122,479	128,603	136,319	147,225
一般风险准备	54,348	74,365	78,827	85,133	93,646
未分配利润	268,440	362,377	428,844	465,094	485,810
<b>归属于母公司股东的股东权益合计</b>	<b>327,784</b>	<b>509,675</b>	<b>558,576</b>	<b>608,848</b>	<b>658,367</b>
少数股东权益	9,932	11,573	14,796	16,128	16,608
股东权益合计	337,716	521,248	573,373	624,976	674,974
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>5,653,727</b>	<b>6,769,546</b>	<b>7,446,501</b>	<b>8,116,686</b>	<b>8,766,021</b>

资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 利润表

单位：人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>一、营业收入</b>	<b>405,040</b>	<b>528,567</b>	<b>504,915</b>	<b>535,230</b>	<b>589,823</b>
保险服务收入	212,445	208,161	218,569	231,683	250,218
利息收入	0	120,958	122,168	123,389	124,623
投资收益	178,297	70,378	49,265	54,191	65,029
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	8,493	12,077	10,285	10,285	10,882
其他收益	144	143	142	141	140
公允价值变动损益	4,170	118,160	103,981	114,379	137,255
汇兑损益	-381	-25	-203	-203	-144
其他业务收入	10,292	10,704	10,914	11,569	12,618
资产处置损益	73	88	81	81	83
<b>二、营业支出</b>	<b>-352,689</b>	<b>-412,967</b>	<b>-404,873</b>	<b>-429,167</b>	<b>-474,814</b>
保险服务费用	-150,353	-180,544	-172,129	-182,457	-203,709
分出保费的摊销	-4,726	-5,071	-5,093	-5,399	-5,919
减：摊回保险服务费用	4,438	5,449	5,144	5,452	6,109
承保财务损益	-127,426	-209,952	-175,774	-186,321	-218,275
减：分出再保险财务损益	616	671	669	709	780
利息支出	0	-4,200	-2,006	-2,126	-3,124
手续费及佣金支出	-1,731	-1,798	-1,834	-1,944	-2,120
税金及附加	-1,413	-1,430	-1,564	-1,658	-1,750
业务及管理费	-6,307	-7,378	-7,118	-7,545	-8,389
信用减值损失	0	207	99	105	154
资产减值损失	-53,001	0	-33,035	-35,018	-25,727
其他资产减值损失	0	-1,611	-769	-816	-1,198
其他业务成本	-12,786	-7,310	-11,461	-12,149	-11,644
<b>三、营业利润</b>	<b>52,351</b>	<b>115,600</b>	<b>100,043</b>	<b>106,063</b>	<b>115,009</b>
加：营业外收入	94	35	65	65	55
减：营业外支出	-457	-422	-440	-440	-434
<b>四、利润总额</b>	<b>51,988</b>	<b>115,213</b>	<b>99,668</b>	<b>105,688</b>	<b>114,630</b>
减：所得税费用	719	-6,273	-2,024	-2,146	-3,632
<b>五、净利润</b>	<b>52,707</b>	<b>108,940</b>	<b>97,644</b>	<b>103,541</b>	<b>110,998</b>
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>51,184</b>	<b>106,935</b>	<b>95,334</b>	<b>101,093</b>	<b>108,567</b>
少数股东损益	1,523	2,005	2,309	2,449	2,431

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。