

中国人寿 (601628)

2025 年中报点评: NBV 实现两位数增长, OCI 股票规模翻番

买入 (维持)

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锐

执业证书: S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	344272	528567	543546	581133	621067
同比 (%)	-	53.53%	2.83%	6.92%	6.87%
归母净利润 (百万元)	46181	106935	107463	111978	120522
同比 (%)	-	131.56%	0.49%	4.20%	7.63%
每股 EV (元/股)	44.60	49.57	53.55	57.99	62.92
PEV	0.93	0.84	0.78	0.72	0.66

投资要点

- **【事件】**中国人寿发布 2025 年中期业绩: 1) 归母净利润 409 亿元, 同比+6.9%; Q2 单季 121 亿元, 同比-31.2%, 预计主要是利率下行导致部分 VFA 业务转亏损导致的短期波动。ROE 为 7.83%, 同比基本持平。2) 归母净资产 5236 亿元, 较年初+2.7%, 较 Q1 末-1.7%。3) EV 1.48 万亿元, 较年初+5.5%。4) 中期分红每股 0.238 元, 同比+19%。
- **保费:**银保新单高速增长, 分红险转型已现成效。1) 上半年新单保费同比+0.6%, 首年期交同比-16.5%; 十年期及以上期交同比-28.9%, 期交比重 37.3%, 同比-6.5pct。2) 个险、银保上半年新单保费分别同比-21.6%、+111%, 首年期交分别同比-24.3%、+34.4%。个险渠道十年期及以上期交保费占比超 45%, 银保渠道合作银行数量突破百家, 银保客户经理人均产能同比+52%。3) 分红险转型卓有成效, 占个险渠道首年期交保费比重超 50%, 银保渠道浮动收益产品保费占比亦有提升。
- **NBV: 价值率同比提高, 银保渠道 NBV 贡献明显提升。**1) 上半年 NBV 285 亿元, 可比口径下同比+20.3%。其中个险渠道 NBV 同比+9.5%, 银保及其他渠道同比+179%, 占比同比+8.4pct 至 14.7%。2) 个险渠道 NBV margin 为 32.4%, 同比+9.2pct, 预计主要受预定利率下调等因素推动, 报行合一亦有助于提升银保业务价值率表现。
- **人力: 规模基本稳定, 队伍质态改善。**1) 个险人力规模基本稳定, 2024 末、2025Q1、2025H1 分别 61.5 万、59.6 万、59.2 万人, 较年初-3.7%, 较 Q1 末-0.7%。其中, 营销、收展团队分别为 37.6 万、21.6 万人。2) 队伍结构不断优化, 优增人力同比+27.6%, 13 个月留存率同比+3.8pct, 5 年资及以上人群占比同比+1.5pct。
- **投资: 大幅增配 OCI 股票; 净、总投资收益率同比略降。**1) 投资资产达 7.1 万亿元, 较年初+7.8%。债券/股票/基金分别占比 59.0%/8.7%/4.9%, 较年初持平、+1.1pct、+0.3pct。公开市场权益规模较年初增加超 1500 亿元。股票中 OCI 规模达 1403 亿元, 较年初+133%, 占比 22.6%, 较年初+10.6pct。2) 年化净投资收益率 2.78%, 同比-0.25pct; 总投资收益率 3.29%, 同比-0.3pct。
- **盈利预测与投资评级:** 我们看好公司作为寿险行业龙头的竞争优势, 预计伴随公司个险营销转型的深入推进, 队伍质态和业绩表现将进一步提升。结合公司 2025 上半年经营情况, 我们维持此前盈利预测不变, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1075/1120/1205 亿元, 当前市值对应 2025E PEV 0.8x、PB 2.1x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 长端利率趋势性下行; 新单保费增长不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.66
一年最低/最高价	32.37/50.88
市净率(倍)	2.25
流通 A 股市值(百万元)	867,508.26
总市值(百万元)	1,177,507.61

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.53
资产负债率(%,LF)	92.66
总股本(百万股)	28,264.71
流通 A 股(百万股)	20,823.53

相关研究

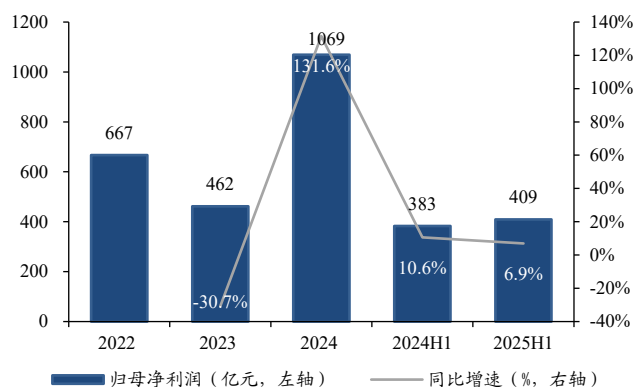
《中国人寿(601628): 2025 年一季报点评: 归母净利润大幅增长, 新单结构显著优化》

2025-04-30

《中国人寿(601628): 2024 年年报点评: 投资收益带动净利润高增长, 每股股息提升 51%》

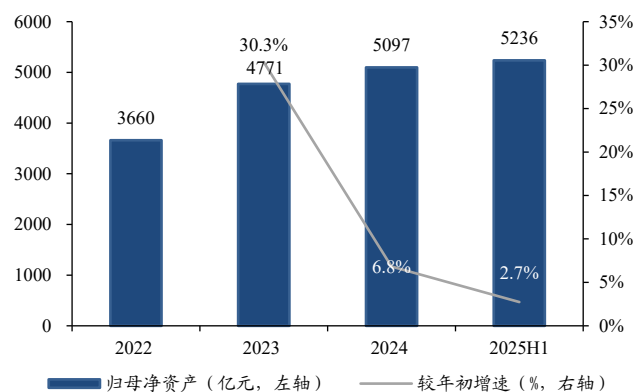
2025-03-27

图1: 2025H1 中国人寿归母净利润同比+6.9%



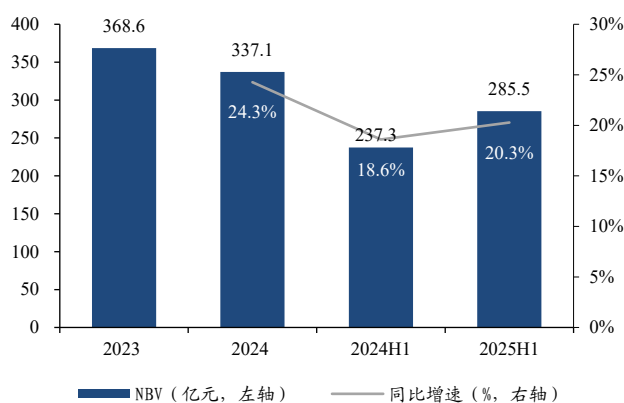
数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

图2: 2025H1 中国人寿归母净资产较年初+2.7%



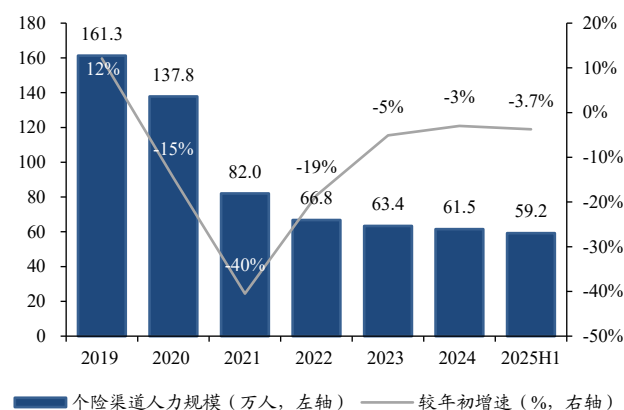
数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

图3: 2025H1 中国人寿 NBV 可比口径下同比+20.3%



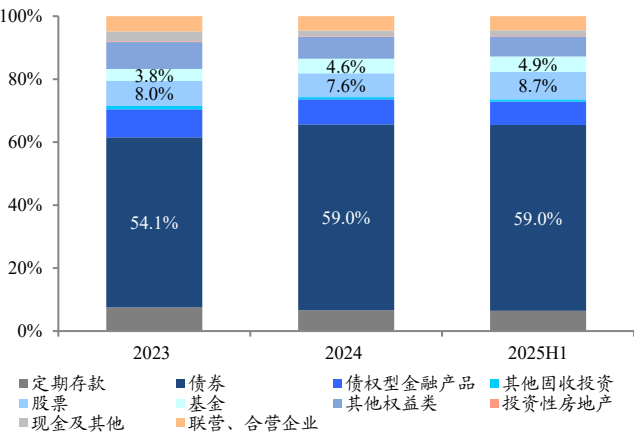
数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

图4: 2025H1 中国人寿代理人规模较年初-3.7%



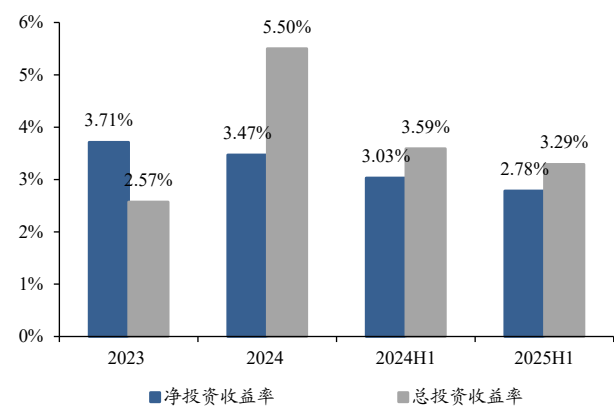
数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

图5: 2025H1 中国人寿股票投资占比较年初+1.1pct



数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

图6: 2025H1 中国人寿年化净、总投资收益率同比下降



数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

表1: 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称		价格 (元)		EV (元)				1YrVNB (元)			
A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安 (601318)	58.69	76.34	78.12	83.29	88.94	1.71	1.57	2.21	2.54		
中国人寿 (601628)	41.66	44.60	49.57	53.55	57.99	1.30	1.19	1.57	1.79		
新华保险 (601336)	63.75	80.30	82.85	90.72	99.66	0.97	2.00	2.81	3.23		
中国太保 (601601)	39.74	55.04	58.42	61.70	66.70	1.14	1.38	1.51	1.80		
中国人保 (601319)	8.52	6.92	7.89	9.02	10.38	0.15	0.26	0.31	0.36		
证券简称		价格		P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安 (601318)	58.69	0.77	0.75	0.70	0.66	-10.34	-12.40	-11.14	-11.89		
中国人寿 (601628)	41.66	0.93	0.84	0.78	0.72	-2.25	-6.63	-7.57	-9.12		
新华保险 (601336)	63.75	0.79	0.77	0.70	0.64	-17.06	-9.53	-9.61	-11.13		
中国太保 (601601)	39.74	0.72	0.68	0.64	0.60	-13.42	-13.56	-14.55	-14.98		
中国人保 (601319)	8.52	1.23	1.08	0.95	0.82	10.91	2.43	-1.61	-5.18		
证券简称		价格		EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安 (601318)	58.69	4.70	6.95	7.12	7.84	49.37	50.99	53.41	57.06		
中国人寿 (601628)	41.66	1.63	3.78	3.80	3.96	16.88	18.03	20.09	22.41		
新华保险 (601336)	63.75	2.79	8.41	9.36	9.69	33.68	30.85	33.80	36.02		
中国太保 (601601)	39.74	2.83	4.67	5.11	4.90	25.94	30.29	34.20	37.15		
中国人保 (601319)	8.52	0.51	0.97	1.15	1.22	5.48	6.08	6.71	7.38		
证券简称		价格		P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024
中国平安 (601318)	58.69	12.48	8.44	8.24	7.49	1.19	1.15	1.10	1.03		
中国人寿 (601628)	41.66	25.50	11.01	10.96	10.52	2.47	2.31	2.07	1.86		
新华保险 (601336)	63.75	22.85	7.58	6.81	6.58	1.89	2.07	1.89	1.77		
中国太保 (601601)	39.74	14.04	8.50	7.78	8.11	1.53	1.31	1.16	1.07		
中国人保 (601319)	8.52	16.55	8.79	7.40	6.97	1.55	1.40	1.27	1.16		

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（基于 2025 年 8 月 27 日收盘价）

中国人寿财务预测表

主要财务指标 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (元)					保险服务收入	208161	212129	223278	235235
每股收益	3.78	3.80	3.96	4.26	利息收入	120958	137540	147994	159833
每股净资产	18.03	20.09	22.41	25.05	投资收益	70378	80660	88226	95284
每股内含价值	49.57	53.55	57.99	62.92	公允价值变动损益	118160	102089	110285	119137
每股新业务价值	1.19	1.57	1.79	2.04	其他收入	10910	11128	11351	11578
价值评估 (倍)					营业收入	528567	543546	581133	621067
P/E	11.01	10.96	10.52	9.77	保险服务费用	180544	183897	193140	203048
P/B	2.31	2.07	1.86	1.66	分出保费的分摊	5071	5168	5439	5731
P/EV	0.84	0.78	0.72	0.66	承保财务损益	209952	220450	242495	261894
VNBX	-6.63	-7.57	-9.12	-10.43	其他支出	17400	18290	19433	20638
盈利能力指标 (%)					营业支出	412967	427804	460507	491310
净投资收益率	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%	税前利润	115600	115742	120626	129757
总投资收益率	5.5%	4.7%	4.7%	4.7%	所得税	-6273	-5767	-6010	-6465
净资产收益率	21.0%	18.9%	17.7%	17.0%	净利润	108940	109569	114189	122844
总资产收益率	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	归属于母公司股东的净利润	106935	107463	111978	120522
财险综合成本率	-	-	-	-	少数股东损益	2005	2105	2211	2321
财险赔付率	-	-	-	-					
财险费用率	-	-	-	-					
盈利增长 (%)					资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润增长率	131.6%	0.5%	4.2%	7.6%	现金及存款投资	524974	566972	612330	661316
内含价值增长率	11.2%	8.0%	8.3%	8.5%	交易性金融资产	1908098	2060746	2225606	2403654
新业务价值增长率	-8.5%	31.7%	14.1%	13.7%	债权投资	196754	212494	229494	247853
偿付能力充足率 (%)					其他债权投资	3458895	3735607	4034455	4357212
核心偿付能力充足率	153%	155%	156%	158%	其他权益工具投资	171817	185562	200407	216440
综合偿付能力充足率	208%	209%	211%	212%	长期股权投资	302077	326243	352343	380530
					其他资产	206931	218762	231303	244599
内含价值 (百万元)					资产总计	6769546	7306386	7885937	8511604
调整后净资产	709548	745025	782277	821391	保险合同负债	5825026	6292816	6607830	6938221
有效业务价值	691597	768458	856887	956933	卖出回购金融资产款	151564	163173	175639	189002
内含价值	1401145	1513483	1639164	1778324	应付债券	35194	37890	40784	43887
一年新业务价值	33709	44384	50638	57583	其他负债	236514	233010	416557	620567
核心内含价值回报率 (%)	9.46%	9.98%	10.12%	10.26%	负债总计	6248298	6726890	7240810	7791677
寿险新业务保费 (百万元)					实收资本	28265	28265	28265	28265
趸缴新单保费	-	-	-	-	归属于母公司股东权益	509674	567836	633375	708079
期缴新单保费	-	-	-	-	少数股东权益	11573	11660	11752	11848
新业务合计	214172	220213	236699	249552	负债和所有者权益合计	6769545	7306386	7885937	8511604
新业务保费增长率 (%)	1.59%	2.82%	7.49%	5.43%					

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>