

# 中国人寿(601628.SH/02628.HK)

## 25H1 业绩稳健增长，分红略超预期

### 核心观点：

- 公司公布半年报：25H1 归母净利润同比+6.9%，NBV 同比+20.3%。
- 上半年净利润稳定增长 **6.9%**，亏损合同的确认及转回影响单季度利润增速。(1) 保险服务业绩同比-18%，主要是受利率下行导致亏损合同确认保险服务费用 150.6 亿元，较上年同期+32.9%，是保险服务业绩下降的主因；(2) 投资服务业绩同比-4.2%，一方面沪深 300 指数上半年不涨不跌，叠加利率下行幅度低于去年同期导致公允价值仅 10.3 亿元，较去年同期的 477.8 亿元大幅下降，承保财务损失同比+6.8%，但受益于“投资收益”科目的大幅增长，推动上半年公司总投资收益同比+4%。Q1、Q2 单季度增速分别为+39.5%、-31.2%，主要是二季度利率下行导致亏损合同再次确认保险服务费用。若市场维持当前水平，则公司全年业绩有望在高基数的背景下继续实现两位数增长。
- 归母净资产环比+2.7%，保持稳定增长，虽然利润稳定增长，但由于上半年利率下行导致保险公司合同准备金增长 394 亿元，但 OCI 债券公允价值仅增长 195.7 亿元。公司宣布中期分红 0.24 元/股，同比+20%。
- **NBV 可比口径同比+20.3%**，FYP 同比+0.6%，个险受报行合一、分红险转型等短暂影响同比-21.6%，银保受益“1+N”后新单同比+111.1%；上半年 NBVM 为 17.7%，可比口径同比+2.9%，受益于预定利率下调。展望看，Q3 旧产品集中退市有望推动新单增速回升，报行合一及预定利率下调推动价值率改善，我们预计全年维持 **NBV 两位数增长预期**。
- **盈利预测与投资建议**：净利润大幅增长，而净资产也保持相对稳定。预计 25-27 年 EPS 分别为 4.54/4.92/5.27 元/股，EV 估值法给予公司 25 年 A 股 1X PEV (H 股 0.6X)，对应 A 股合理价值 53.79 元/股 (H 股 32.33 港币/股)，维持 A/H “买入”评级 (HKD/CNY=0.92)。
- **风险提示**：新单增速不达预期，长端利率下行，队伍规模超预期下滑。

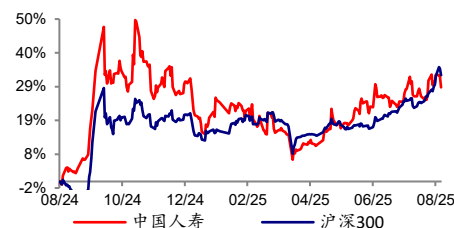
### 盈利预测：

|             | CNY | 2023A     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|-------------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 内含价值 (百万元)  |     | 1,260,567 | 1,401,146 | 1,526,331 | 1,696,140 | 1,899,676 |
| 增长率 (%)     |     | 2.4%      | 11.2%     | 8.9%      | 11.1%     | 12.00%    |
| NBV (百万元)   |     | 36,860    | 33,709    | 30,001    | 32,701    | 36,625    |
| 归母净利润 (百万元) |     | 46,181    | 106,935   | 128,337   | 139,011   | 148,840   |
| 增长率 (%)     |     | -30.74%   | 131.56%   | 20.01%    | 8.32%     | 7.07%     |
| EPS (元/股)   |     | 1.63      | 3.78      | 4.54      | 4.92      | 5.27      |
| PEV         |     | 0.93      | 0.84      | 0.77      | 0.71      | 0.65      |
| ROE         |     | 9.68%     | 20.98%    | 22.31%    | 20.95%    | 19.48%    |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

| 公司评级 | 买入-A/买入-H        |
|------|------------------|
| 当前价格 | 41.47 元/23.92 港元 |
| 合理价值 | 53.79 元/32.33 港元 |
| 前次评级 | 买入/买入            |
| 报告日期 | 2025-08-29       |

### 相对市场表现



分析师：刘淇



SAC 执证号：S0260520060001



0755-82564292



liuqi@gf.com.cn

分析师：陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：唐关勇



SAC 执证号：S0260525070004



tanguanyong@gf.com.cn

请注意，刘淇、唐关勇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

中国人寿 2025-08-05

(601628.SH/02628.HK):价值  
增长与防风险并重，兼具业绩和估值弹性

中国人寿 2025-04-30

(601628.SH/02628.HK):业绩  
增速超出于预期，净资产稳定增长

中国人寿 2025-03-27

(601628.SH/02628.HK):假设  
调整不改 EV 两位数增长

## 目录索引

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、业绩：归母净利润整体稳增，权益 OCI 配置提升 .....   | 4  |
| （一）归母净利润：稳健增长符合预期，CSM 环比回正 .....   | 4  |
| （二）资产配置：增加权益配置比例，净投资收益率下行放缓 .....  | 5  |
| 二、价值：假设下调影响价值增长，EV 保持稳增 .....      | 7  |
| （一）NBV：新单保费恢复正增长，假设下调影响 NBVM ..... | 7  |
| （二）EV：实现稳健增长，上半年环比+5.5% .....      | 8  |
| （三）敏感性分析：投资收益率敏感性下降 .....          | 8  |
| 三、寿险：景气度上行，队伍企稳 .....              | 9  |
| 四、盈利预测与投资建议 .....                  | 9  |
| 五、风险提示 .....                       | 11 |

## 图表索引

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 25H1 中国人寿归母净利润同比+6.9% (百万元)      | 4  |
| 图 2: 25H1 中国人寿单季度净利润增速 (新准则)          | 4  |
| 图 3: 25Q2 中国人寿归母净资产较年初+2.7%           | 4  |
| 图 4: 2025H1 年合同服务边际较年初+1.6% (百万元)     | 4  |
| 图 5: 中国人寿净投资收益率趋势                     | 7  |
| 图 6: 中国人寿总投资收益率趋势                     | 7  |
| 图 7: 中国人寿 2025H1 NBV 同比-11.5% (百万元)   | 7  |
| 图 8: 中国人寿 NBVM 趋势                     | 7  |
| 图 9: 2025H1 中国人寿新单保费同比+0.6% (百万元)     | 8  |
| 图 10: 中国人寿新单保费渠道结构                    | 8  |
| 图 11: 2025H1 年中国人寿代理人 59.2 万, 同比-5.9% | 9  |
| 图 12: 中国人寿代理人规模环比趋势                   | 9  |
| <br>                                  |    |
| 表 1: 中国人寿的资产配置结构表                     | 5  |
| 表 2: 中国人寿股票的 FVOCI 和 FVTPL 资产占比       | 5  |
| 表 3: 中国人寿的资产会计分类结构                    | 6  |
| 表 4: 中国人寿内含价值变动表                      | 8  |
| 表 5: 中国人寿 EV 和 NBV 的敏感性分析             | 9  |
| 表 6: 中国人寿保费收入预测 (百万元)                 | 10 |

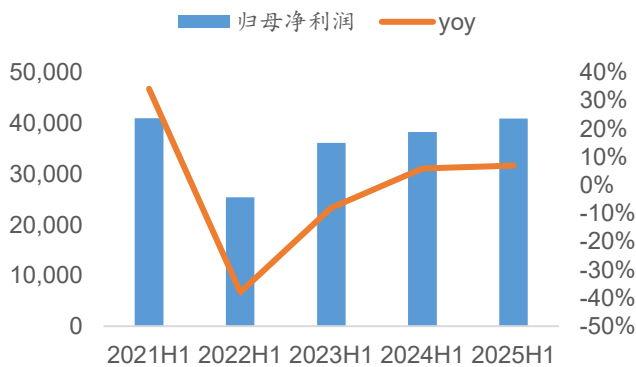
## 一、业绩：归母净利润整体稳增，权益 OCI 配置提升

### （一）归母净利润：稳健增长符合预期，CSM 环比回正

2025上半年净利润409.3亿元，同比增长6.9%，其中Q1、Q2单季度净利润分别为+39.5%、-31.2%，保险服务费用的转回以及提取导致利润波动较大。上半年保险服务业绩同比-18.1%，其中Q1、Q2单季度保险服务业绩同比增速分别为+108.8%、-179.2%，Q1保险服务大幅增长主要是医疗及健康险赔付的优化，叠加利率上行导致前期亏损合同的保险服务费用的转回，但二季度利率下行导致这部分合同再次确认保险服务费用；上半年投资服务业绩同比-4.3%，主要是上半年权益市场较去年同期相对偏弱，总投资收益率同比-0.3pct至3.29%，总投资收益实现同比+4.2%但承保财务损益同比+6.8%。公司上半年合同服务边际余额为7547.3亿元，环比+1.6%，去年同期为+0.6%，新业务CSM为262.1亿元，同比-31.0%主要受市场利率变化影响，当期新增保险业务驱动CSM较年初正增长。

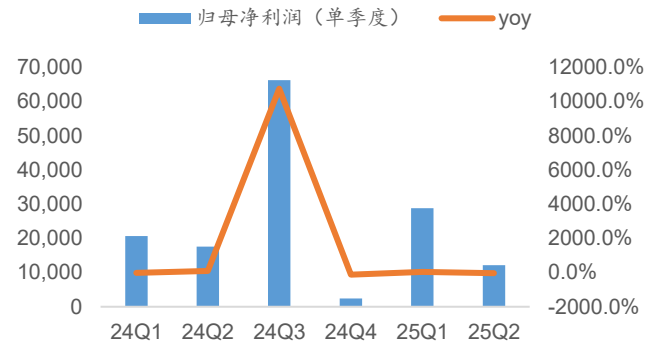
25H1公司归母净资产为5236.2亿元，较年初+2.7%，公司资产负债匹配较好，净资产稳定性优于同业。

图1：25H1中国人寿归母净利润同比+6.9%（百万元）



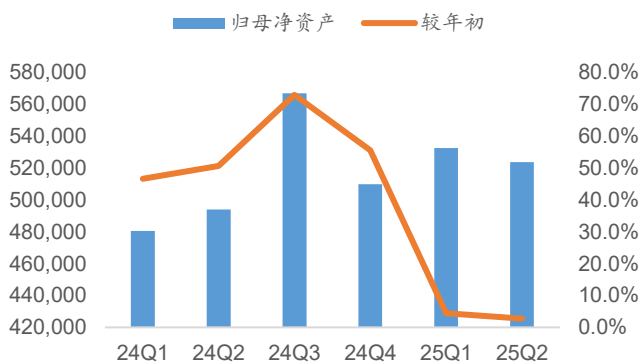
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：25H1中国人寿单季度净利润增速（新准则）



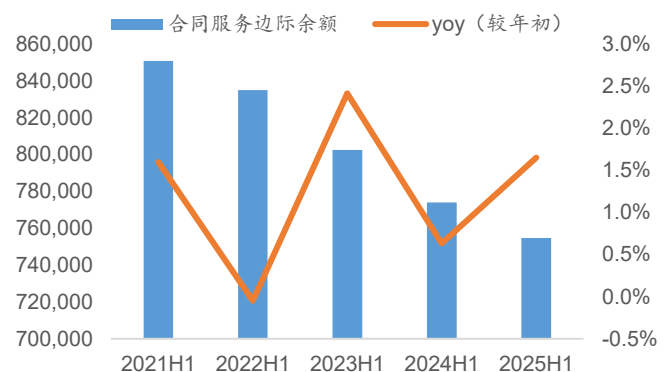
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：25Q2中国人寿归母净资产较年初+2.7%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：2025H1年合同服务边际较年初+1.6%（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）资产配置：增加权益配置比例，净投资收益率下行放缓

上半年公司总投资资产规模为7.1万亿元，环比年初+7.8%，持续稳定增长。

其中从资产配置结构来看，公司持续响应监管号召推动中长期资金入市，“股票+基金”规模为9708.4亿元，环比年初增加1632亿元，占总投资资产比例为13.6%，环比年初提升+1.4pct；其次债券占比59%，较年初保持相对稳定，而在当前利率企稳小幅回升的背景下，预计久期缺口合意背景下债券类资产占比未来将保持相对稳定。而随着公司逐渐加大对权益资产的配置，三季度权益市场持续上行，虽然去年单三季度利润规模基数相对较高，但今年三季度权益市场同样上行叠加公司加大权益配置比例，预计利润增速有望优于市场预期。

表1：中国人寿的资产配置结构表

| 占比           | 2022         | 2023H1       | 2023         | 2024H1       | 2024         | 2025H1       |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>固定收益类</b> | <b>73.7%</b> | <b>72.2%</b> | <b>71.5%</b> | <b>73.8%</b> | <b>74.3%</b> | <b>73.6%</b> |
| 定期存款         | 9.6%         | 8.3%         | 7.5%         | 7.5%         | 6.6%         | 6.4%         |
| 债券           | 48.5%        | 53.9%        | 54.1%        | 57.4%        | 59.0%        | 59.0%        |
| 债权型金融资产      | 9.0%         | 8.9%         | 8.9%         | 8.2%         | 7.9%         | 7.4%         |
| 其他固定到期日投资    | 6.6%         | 1.2%         | 1.1%         | 0.7%         | 0.7%         | 0.7%         |
| <b>权益类</b>   | <b>17.6%</b> | <b>18.1%</b> | <b>20.3%</b> | <b>19.6%</b> | <b>19.2%</b> | <b>20.0%</b> |
| 股票           | 8.5%         | 8.1%         | 7.9%         | 7.3%         | 7.6%         | 8.7%         |
| 基金           | 2.9%         | 3.1%         | 3.8%         | 4.5%         | 4.6%         | 4.9%         |
| 银行理财         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 其他权益类投资      | 6.2%         | 7.0%         | 8.5%         | 7.8%         | 7.0%         | 6.4%         |
| 长期股权投资       | 5.2%         | 4.8%         | 4.8%         | 4.5%         | 4.6%         | 4.5%         |
| 投资型房地产       | 0.3%         | 0.2%         | 3.1%         | 0.2%         | 0.2%         | 0.2%         |
| 现金及其他        | 3.3%         | 4.6%         | 4.8%         | 1.9%         | 1.8%         | 1.8%         |

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从会计分类来看，FVTPL资产占比27.3%。环比年初-1.5pct，持续下降，而FVOCI占比57%，环比年初+2.1pct，其中股票计入FVOCI的比例为22.6%，环比年初提升10.6pct，公司持续提升FVOCI的占比，预计有望降低公司利润表的波动。

表2：中国人寿股票的FVOCI和FVTPL资产占比

|          | 2023H1 | 2023   | 2024   | 2025H1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 股票-FVTPL | -      | 96.60% | 88.00% | 77.38% |
| 股票-FVOCI | -      | 3.40%  | 12.00% | 22.62% |

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

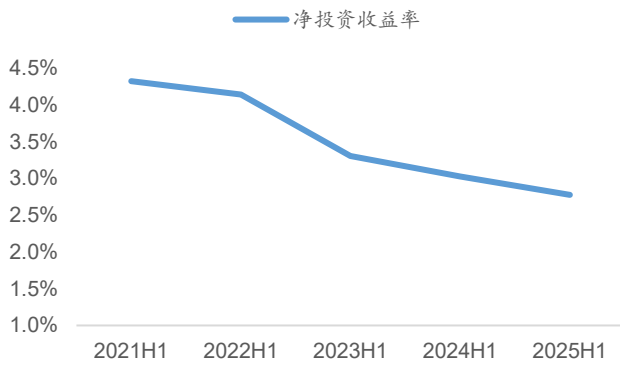
表3：中国人寿的资产会计分类结构

|                 | 2023         | 2024H1       | 2024A        | 2025H1       |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>FVTPL 资产</b> | <b>30.1%</b> | <b>30.6%</b> | <b>28.9%</b> | <b>27.3%</b> |
| 固收类             | 13.1%        | -            | 17.6%        | 7.4%         |
| 国债及政府债          | 0.2%         | 0.3%         | 0.2%         | 0.3%         |
| 企业债             | 3.3%         | 3.5%         | 3.1%         | 2.7%         |
| 次级债             | 5.6%         | 6.0%         | 5.3%         | 4.4%         |
| 金融债等其他          | 4.1%         | -            | 9.0%         | 0.0%         |
| 股票              | 7.3%         | 6.7%         | 6.7%         | 6.7%         |
| 基金              | 3.7%         | 4.5%         | 4.6%         | 4.9%         |
| 其他股权型资产         | 6.0%         | -            | 0.0%         | 8.3%         |
| <b>FVOCI 资产</b> | <b>50.9%</b> | <b>52.0%</b> | <b>54.9%</b> | <b>57.0%</b> |
| 固收类             | 48.5%        | 49.4%        | 52.3%        | 53.5%        |
| 股票              | 0.3%         | 0.6%         | 0.9%         | 2.0%         |
| 其他股权型资产         | 2.2%         | 2.1%         | 1.7%         | 1.6%         |
| <b>AC 资产</b>    | <b>3.7%</b>  | <b>3.1%</b>  | <b>3.0%</b>  | <b>2.7%</b>  |
| 其他              | 15.2%        | 14.2%        | 13.2%        | 12.9%        |
| 合计              | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       |

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

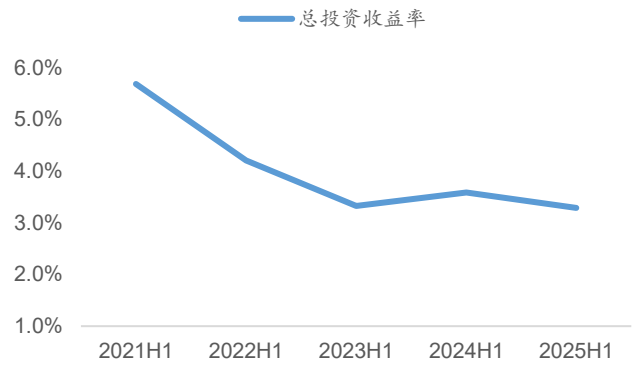
从投资收益率的角度看，上半年年化净投资收益率为2.78%，同比-0.25pct，降幅较上年同期的-0.28pct有所放缓，一方面受益于资产久期拉长后预计再配置比例有所下降，另外公司加大对高股息资产的配置，股息收入有效的缓解利息收入的下降，上半年股息收入139亿元，同比+10.6%。展望未来，长端利率企稳、再配置比例缓慢下降以及高股息资产贡献的股息收入等，我们预计净投资收益率降幅有望逐渐收敛，若“反内卷”政策有效的推动我国经济发展向好，长端利率中长期回升的背景下，净投资收益率有望企稳。上半年总投资收益率为3.29%，同比-0.3pct，小幅下行在于权益市场与去年同期持平，但利率降幅低于去年同期，但展望下半年虽然基数走高，但由于当前市场受益于反内卷政策的实施、内外部环境的边际改善等综合利好，沪深300指数单三季度实现了13%（截止8月27日）的上涨，较去年同期的16%相去不远，因此展望全年总投资收益率有望较中报提升，同比有望趋势走平。

图5：中国人寿净投资收益率趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：中国人寿总投资收益率趋势



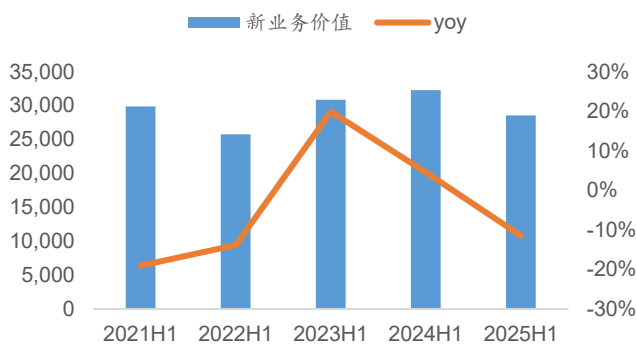
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 二、价值：假设下调影响价值增长，EV 保持稳增

### (一) NBV：新单保费恢复正增长，假设下调影响 NBVM

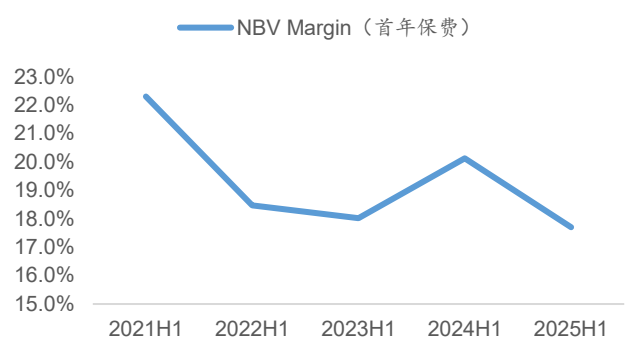
2025上半年国寿NBV规模285.5亿元，较上年同期-11.5%（追溯调整去年同期下可比口径同比+20.3%），在市场预期之内，银保受益于“1+N”的转变推动新单保费保持平稳，但投资收益率假设下调一定程度上影响NBVM。居民储蓄需求延续旺盛态势，但个险渠道受报行合一的影响、较高的基数、分红险转型等综合因素影响，个险新单短期承压，但银保受益于渠道的放开大幅提升，推动整体新单保费同比+0.6%，但受投资收益率下调的影响，NBVM同比-2.4pct至17.7%。

图7：中国人寿2025H1 NBV同比-11.5%（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8：中国人寿NBVM趋势



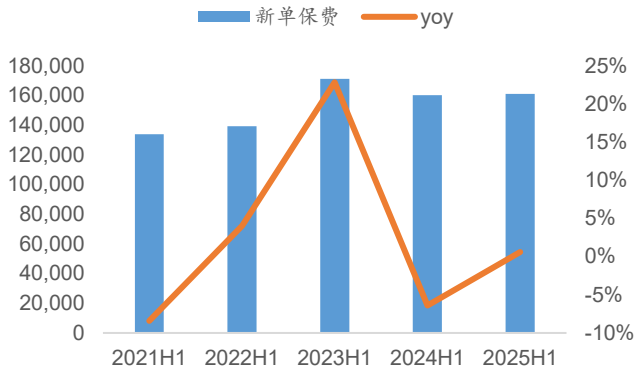
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**新业务价值的“量”**，25H1国寿新单保费1612.6亿元，同比+0.6%，整体保持正增长。一是个险渠道实施报行合一，分红险转型短暂影响销售等导致个险新单同比-21.6%，但由于银保渠道由“1+3”转变为“1+N”推动大公司签约网点提升，叠加居民储蓄意愿仍相对较高，公司银保新单同比+111%，弥补个险的下滑。

**新业务价值的“价”**，25H1公司新业务价值率为17.7%（计算口径），同比-2.4pct，费率改善正面影响利润率，但由于投资收益率假设的下调负面影响利润率，追溯假

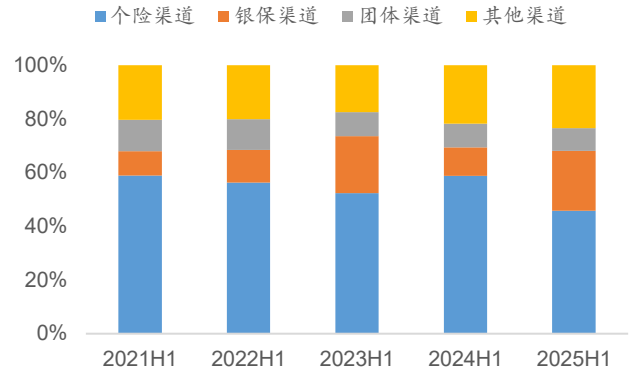
设调整下公司新业务价值率+2.9pct，同时渠道结构变化（个险渠道新单保费占比由上年同期的58.8%下降至45.8%，银保占比从10.6%提升至22.2%）。展望未来，我们认为价值率有望企稳回升，受益于预定利率的持续下调叠加个险渠道报行合一带来的费差改善等。

图9：2025H1中国人寿新单保费同比+0.6%（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10：中国人寿新单保费渠道结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）EV：实现稳健增长，上半年环比+5.5%

2025上半年公司内含价值14778亿元，环比+5.5%，但新业务价值以及预期回报拉动EV稳定增长。从分析变动因素来看，一是内含价值期望收益保持稳定增长，拉动EV增长2.7%；而新业务价值拉动EV增长2.0%，较上年同期-0.5pct；其次市场价值及其他调整拉动EV+1.3%，较上年同期的5.6%明显下降，主要是上年同期利率下行了35个BP导致的固收类资产公允价值大幅提升，但今年利率小幅幅度较小；另外投资偏差为0，较上年同期有所下降，上半年权益市场整体表现较去年同期偏弱。

表4：中国人寿内含价值变动表

| EV 变动分析    | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 | 2024H1 | 2025H1 | 变动    |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 新业务价值的影响   | 2.8%   | 2.1%   | 2.5%   | 2.6%   | 2.0%   | -0.5% |
| 期望收益       | 3.9%   | 3.7%   | 3.7%   | 3.2%   | 2.7%   | -0.5% |
| 运营经验偏差     | 0.1%   | 0.3%   | 0.1%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.0%  |
| 投资回报偏差     | 0.3%   | -1.4%  | -1.2%  | 0.5%   | 0.0%   | -0.5% |
| 方法/模型/假设变动 | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%  |
| 市场价值和其他调整  | 1.0%   | 0.7%   | 2.4%   | 5.6%   | 1.3%   | -4.3% |
| 注资及股东红利分配  | -1.7%  | -1.5%  | -1.1%  | -1.0%  | -0.9%  | 0.1%  |
| 汇率变动       | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%  |
| 其他         | 0.2%   | 0.0%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.1%   | -0.1% |
| 合计增速       | 6.6%   | 4.0%   | 6.6%   | 11.4%  | 5.5%   | -5.9% |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （三）敏感性分析：投资收益率敏感性下降

上半年公司NBV对于投资收益率下降40个BP的敏感性为-16.0%，较上年同期的-22.1%明显下降，受益于公司坚持资产负债联动，逆势缩短新保单的负债久期，预计敏感性是上市险企中最小的公司之一，反映出公司坚持资产负债联动的成效；上

半年EV对投资收益率下降40个BP的敏感性为-9.1%，较上年同期的-9.7%有所改善，

表5：中国人寿EV和NBV的敏感性分析

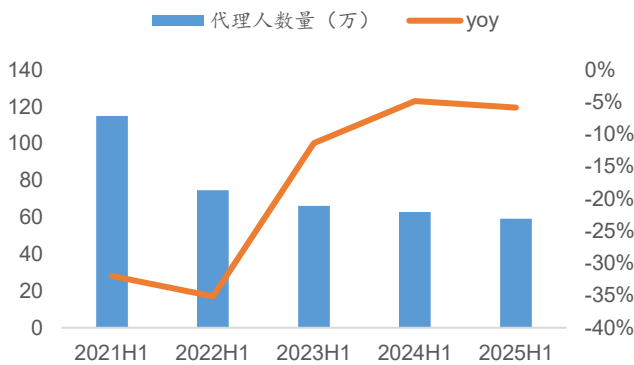
|                      | 2022H1 | 2022   | 2023H1 | 2023   | 2024H1 | 2024   | 2025H1 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EV对投资收益率下降40个BP的敏感性  | -8.7%  | -9.0%  | -9.1%  | -10.2% | -9.7%  | -9.2%  | -9.1%  |
| NBV对投资收益率下降40个BP的敏感性 | -23.2% | -23.6% | -27.7% | -29.2% | -22.1% | -25.5% | -16.0% |

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 三、寿险：景气度上行，队伍企稳

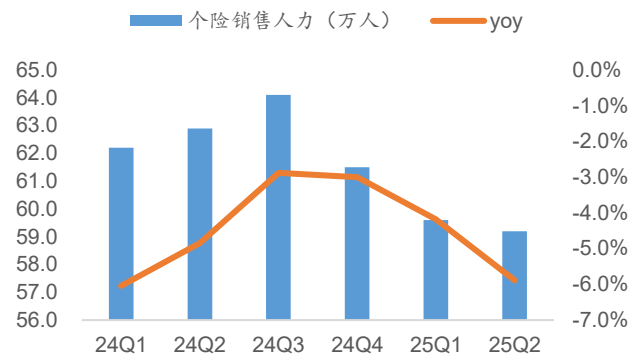
公司持续深化队伍“提质扩量”的改革思路，公司队伍规模触底回升，而质量指标仍在提升。从量的角度来看，2025上半年公司代理人规模59.2万人，同比-5.9%，主要受益于新单保费提升，队伍活动人力提升，预计主动脱落率有所收敛。从质的指标来看，中国人寿优化队伍质量，加强分公司质量考核指标，人均产能同比-18%，短期有所下降预计主要受个险渠道需求释放和分红险转型影响，从长期维度看公司的人均产能自2021年开始已经连续多年持续提升。

图11：2025H1年中国人寿代理人59.2万，同比-5.9%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图12：中国人寿代理人规模环比趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 四、盈利预测与投资建议

保费收入：（1）个险渠道方面，公司代理人规模企稳，但考虑到2023-2024年因为旧产品的退市导致的高基数，叠加2025年转向分红险的销售，因此预计个险新单增速2025-2027年分别为-16.8%/5.7%/5.7%；（2）银保渠道方面，鉴于报行合一实施和导致的2024年较低的基数，同时随着银保合作网点“1+N”的放开，另外手续费及佣金率的下调和市场竞争的规范化有利于公司进一步扩大网点合作的数量，预计25-27年银保渠道的新单增速分别为+23%/+13.4%/+6%；其他渠道稳定向好，且上年新单保费的快速增长将推动续期保费持续增长，因此预计未来三年总保费收入增速分别为+1.9%、3.9%、5.3%。

利润：保险服务业绩方面，综合保费收入的预测，并且预计寿险死亡及给付率、赔付率、红利支出率、利息支出率等保持相对稳定，因此预计保险服务业绩维持稳定增长；投资业绩方面，考虑到2025年权益市场大幅回升导致的公允价值大幅提升以及2025年长端利率有所上升有利于公司中长期净投资收益率企稳，预计公司2025-2027年归母净利润增速分别为+20.0%/+8.3%/+7.1%。

预计25-27年EPS分别为4.54/4.92/5.27元/股，EV估值法给予公司25年A股1X PEV（H股0.6X），对应A股合理价值53.79元/股（H股32.33港币/股），维持A/H“买入”评级（HKD/CNY=0.92）。

表6：中国人寿保费收入预测（百万元）

|            | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 新单保费       | <b>210,813</b> | <b>214,172</b> | <b>203,869</b> | <b>218,334</b> | <b>231,904</b> |
| 期缴         | 112,573        | 119,077        | 103,722        | 111,685        | 119,503        |
| 趸缴         | 21,737         | 13,129         | 15,250         | 17,765         | 18,455         |
| 短期意外及健康险保费 | 76,503         | 81,966         | 84,896         | 88,884         | 93,946         |
| 续期业务       | <b>430,567</b> | <b>457,285</b> | <b>480,131</b> | <b>492,016</b> | <b>516,322</b> |
| 合计         | <b>641,380</b> | <b>671,457</b> | <b>684,000</b> | <b>710,350</b> | <b>748,226</b> |
| <br>       |                |                |                |                |                |
| (1) 个人寿险   | <b>501,580</b> | <b>529,033</b> | <b>527,313</b> | <b>540,798</b> | <b>566,146</b> |
| 新保业务       | 110,362        | 119,210        | 99,160         | 104,774        | 110,781        |
| 期缴         | 91,807         | 100,248        | 80,198         | 85,812         | 91,819         |
| 趸缴         | 320            | 435            | 435            | 435            | 435            |
| 短期意外及健康险保费 | 18,235         | 18,527         | 18,527         | 18,527         | 18,527         |
| 续期业务       | 391,218        | 409,823        | 428,153        | 436,023        | 455,365        |
| (2) 银行保险   | <b>78,748</b>  | <b>76,201</b>  | <b>87,699</b>  | <b>96,716</b>  | <b>104,292</b> |
| 新保业务       | 40,636         | 29,902         | 36,770         | 41,713         | 44,338         |
| 期缴         | 20,735         | 18,776         | 23,470         | 25,817         | 27,624         |
| 趸缴         | 19,456         | 10,700         | 12,840         | 15,408         | 16,178         |
| 短期意外及健康险保费 | 445            | 426            | 460            | 488            | 535            |
| 续期业务       | 38,112         | 46,299         | 50,929         | 55,003         | 59,954         |
| (3) 团体保险   | <b>28,154</b>  | <b>27,625</b>  | <b>27,189</b>  | <b>27,180</b>  | <b>26,887</b>  |
| 新保业务       | 26,920         | 26,476         | 26,163         | 26,243         | 26,032         |
| 期缴         | 15             | 10             | 6              | 4              | 2              |
| 趸缴         | 1,931          | 1,732          | 1,713          | 1,660          | 1,580          |
| 短期意外及健康险保费 | 24,974         | 24,734         | 24,444         | 24,580         | 24,450         |
| 续期业务       | 1,234          | 1,149          | 1,026          | 937            | 855            |
| (4) 其他     | <b>32,898</b>  | <b>38,598</b>  | <b>41,799</b>  | <b>45,655</b>  | <b>50,901</b>  |
| 新保业务       | 32,895         | 38,584         | 41,775         | 45,603         | 50,753         |
| 期缴         | 16             | 43             | 47             | 52             | 57             |
| 趸缴         | 30             | 262            | 262            | 262            | 262            |
| 短期意外及健康险保费 | 32,849         | 38,279         | 41,466         | 45,289         | 50,434         |
| 续期业务       | 3              | 14             | 24             | 52             | 148            |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

宏观经济波动居民收入预期悲观，消费意愿下滑，包括重疾险销售低迷，而年金险销售不达预期，分红险转型难度提升，导致整体保单销售持续下滑。

代理人规模继续下滑，《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》的出台，可能影响新人的保单销售，导致留存难，人力规模进一步下滑。

资本市场波动导致长端利率下滑，从而影响公司净投资收益率下降。

| 资产负债表            |               |               |               |               |               | 利润表          |            |              |              |              |              |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位：亿元人民币         |               |               |               |               |               | 单位：亿元人民币     |            |              |              |              |              |
| 至 12 月 31 日      | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 至 12 月 31 日  | 2023A      | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 货币资金             | 1,508         | 865           | 952           | 1,047         | 1,152         | 营业收入         | 3,443      | 5,286        | 5,546        | 5,830        | 6,084        |
| 买入返售金融资产         | 198           | 306           | 336           | 370           | 407           | 保险服务收入       | 2,124      | 2,082        | 2,120        | 2,202        | 2,320        |
| 定期存款             | 4,133         | 4,385         | 5,146         | 5,600         | 5,768         | 利息收入         | 1,230      | 1,210        | 1,234        | 1,258        | 1,284        |
| 交易性金融资产          | 17,054        | 19,081        | 20,590        | 21,962        | 23,719        | 投资收益         | 315        | 704          | 669          | 702          | 737          |
| 债权投资             | 2,113         | 1,968         | 2,201         | 2,185         | 2,294         | 其中：长股投收益     | 81         | 121          | 127          | 133          | 140          |
| 其他债权投资           | 27,442        | 34,589        | 33,009        | 35,003        | 38,503        | 其他收益         | 1          | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 其他权益工具投资         | 1,380         | 1,718         | 1,961         | 2,196         | 2,394         | 公允价值变动损益     | -328       | 1,182        | 1,418        | 1,560        | 1,638        |
| 分出再保险资产          | 258           | 307           | 338           | 372           | 409           | 汇兑损益         | -4         | -0           | -2           | -1           | -2           |
| 长期股权投资           | 2,588         | 3,021         | 3,084         | 3,288         | 3,387         | 其他业务收入       | 103        | 107          | 105          | 106          | 105          |
| 存出资本保证金          | 65            | 66            | 69            | 73            | 76            | 资产处置损益       | 1          | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 投资性房地产           | 128           | 123           | 139           | 142           | 149           | 营业支出         | -2,993     | -4,130       | -4,087       | -4,250       | -4,393       |
| 固定资产             | 481           | 478           | 502           | 527           | 554           | 保险服务费用       | -1,504     | -1,805       | -1,670       | -1,762       | -1,841       |
| 在建工程             | 52            | 58            | 61            | 64            | 67            | 分出保费的分摊      | -47        | -51          | -66          | -86          | -111         |
| 使用权资产            | 15            | 16            | 16            | 17            | 18            | 减：摊回保险服务费用   | 44         | 54           | 71           | 92           | 120          |
| 无形资产             | 84            | 83            | 82            | 81            | 79            | 承保财务损益       | -1,279     | -2,100       | -2,204       | -2,271       | -2,339       |
| 递延所得税资产          | 244           | 400           | 656           | 1,074         | 1,760         | 减：分出再保险财务损益  | 6          | 7            | 7            | 7            | 7            |
| 其他资产             | 279           | 232           | 193           | 161           | 134           | 利息支出         | -53        | -42          | -43          | -44          | -45          |
| <b>资产合计</b>      | <b>58,021</b> | <b>67,695</b> | <b>69,336</b> | <b>74,162</b> | <b>80,870</b> | 手续费及佣金支出     | -17        | -18          | -18          | -18          | -18          |
| 交易性金融负债          | 139           | 535           | 589           | 648           | 712           | 税金及附加        | -14        | -14          | -14          | -14          | -14          |
| 卖出回购金融资产款        | 2,169         | 1,516         | 1,667         | 1,834         | 2,017         | 业务及管理费       | -63        | -74          | -68          | -71          | -70          |
| 预收保费             | 489           | 288           | 302           | 317           | 333           | 信用减值损失       | 12         | 2            | 2            | 3            | 3            |
| 应付职工薪酬           | 86            | 106           | 111           | 117           | 122           | 其他业务成本       | -79        | -89          | -84          | -87          | -85          |
| 应交税费             | 11            | 16            | 17            | 18            | 19            | 营业利润         | 449        | 1,156        | 1,459        | 1,580        | 1,691        |
| 长期借款             | 129           | 127           | 133           | 140           | 147           | 营业外收入        | 1          | 0            | 1            | 0            | 1            |
| 应付债券             | 362           | 352           | 370           | 388           | 407           | 营业外支出        | -5         | -4           | -4           | -4           | -4           |
| 保险合同负债           | 48,592        | 58,250        | 59,338        | 61,624        | 64,910        | 利润总额         | 446        | 1,152        | 1,455        | 1,576        | 1,688        |
| 分出再保险合同负债        | 2             | 2             | 2             | 2             | 2             | 所得税          | 30         | -63          | -146         | -158         | -169         |
| 租赁负债             | 13            | 13            | 14            | 15            | 15            | 净利润          | 475        | 1,089        | 1,310        | 1,418        | 1,519        |
| 递延所得税负债          | -             | 1             | 1             | 1             | 1             | <b>归母净利润</b> | <b>462</b> | <b>1,069</b> | <b>1,283</b> | <b>1,390</b> | <b>1,488</b> |
| 其他负债             | 1,161         | 1,277         | 924           | 2,302         | 4,415         |              |            |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>53,151</b> | <b>62,483</b> | <b>63,468</b> | <b>67,405</b> | <b>73,101</b> |              |            |              |              |              |              |
| 股本               | 283           | 283           | 283           | 283           | 283           |              |            |              |              |              |              |
| 资本公积             | 539           | 542           | 544           | 546           | 548           |              |            |              |              |              |              |
| 其他综合收益           | -732          | -1,320        | -1,320        | -1,320        | -1,320        |              |            |              |              |              |              |
| 盈余公积             | 1,108         | 1,225         | 1,167         | 1,196         | 1,181         |              |            |              |              |              |              |
| 一般风险准备           | 543           | 744           | 744           | 744           | 744           |              |            |              |              |              |              |
| 未分配利润            | 3,029         | 3,624         | 4,335         | 5,187         | 6,205         |              |            |              |              |              |              |
| 归母股东权益           | 4,771         | 5,097         | 5,752         | 6,635         | 7,641         |              |            |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 99            | 116           | 116           | 122           | 128           |              |            |              |              |              |              |
| 股东权益合计           | 4,870         | 5,212         | 5,868         | 6,757         | 7,769         |              |            |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>58,021</b> | <b>67,695</b> | <b>69,336</b> | <b>74,162</b> | <b>80,870</b> |              |            |              |              |              |              |

| 主要财务比率      |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 至 12 月 31 日 | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| <b>成长能力</b> |        |        |        |        |        |
| 营业收入增长      | -11.5% | 53.5%  | 4.9%   | 5.1%   | 4.4%   |
| 归母净利润增长     | -30.7% | 131.6% | 20.0%  | 8.3%   | 7.1%   |
| 归母净资产增长     | 30.3%  | 6.8%   | 12.9%  | 15.3%  | 15.2%  |
| <b>获利能力</b> |        |        |        |        |        |
| ROE         | 9.68%  | 20.98% | 22.31% | 20.95% | 19.48% |
| ROA         | 0.80%  | 1.58%  | 1.85%  | 1.87%  | 1.84%  |
| <b>每股指标</b> |        |        |        |        |        |
| EPS         | 1.63   | 3.78   | 4.54   | 4.92   | 5.27   |
| BPS         | 16.88  | 18.03  | 20.35  | 23.47  | 27.04  |
| <b>估值比率</b> |        |        |        |        |        |
| P/E         | 25.44  | 10.96  | 9.13   | 8.43   | 7.88   |
| P/B         | 2.46   | 2.30   | 2.04   | 1.77   | 1.53   |

## 广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 刘 淇：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严 漪 澜：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
- 李 怡 华：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。
- 唐 关 勇：高级分析师，对外经济贸易大学保险学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                     | 上海市                              | 香港                    |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-----------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦47<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路429号泰康保险<br>大厦37楼 | 香港湾仔骆克道81号<br>广发大厦27楼 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                  | 200120                           | -                     |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn              |                                 |                         |                                  |                       |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。