

中国人寿(601628.SH)

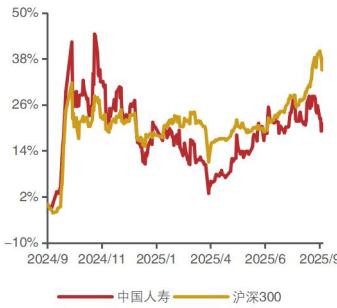
投资评级：买入（维持）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年09月05日

收盘价 (元)	40.03
一年内最高 / 最低 (元)	50.88/33.35
总市值 (百万元)	1,131,436.14
流通市值 (百万元)	1,131,436.14
总股本 (百万股)	28,264.71
资产负债率 (%)	92.66
每股净资产 (元/股)	18.53

资料来源：聚源数据

——新业务价值环比明显增长，中期股息超预期

投资要点：

事件：中国人寿公布2025年中期业绩，营收和归母净利润分别同比增长2.1%和6.9%至2392亿元和409亿元，归母净资产、EV和寿险CSM（服务边际）较年初增长2.7%、5.5%和1.6%，NBV同口径下增长20.3%，总投资收益率同比下降30bp至3.29%，中期分红同比增加19%，高于净利润增长幅度，整体业绩基本符合预期，中期股息超市场预期。

点评：

➤ 财务指标情况：

- 净利润主要是税率贡献，24H1和25H1税率分别为18.5%和1%，25H1税率较低同时由当期所得税（国债等免税收入大于当期营业利润时不需要缴纳所得税）和递延所得税贡献；保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-分出保费的分摊等+摊回保险服务费用）同比下降约37.8亿，主要是2季度末利率回落万能险亏损保单同比多计提37.3亿，以及死差和费差正向贡献较去年同期少17亿；
- 净资产方面，上半年较年初增长2.8%，来源于净利润贡献8pct，OCI投资4.8pct，股东分红和GMM合同折现率变化（可转损益的保险合同金融变更）分别负面影响2.6和7.6pct。

➤ 负债端业务：Q2环比显著优于Q1

- 国寿25H1实现20.3%的NBV增长，显著高于25Q1的4.8%，显示二季度保单销售的强劲，我们认为或主要源于队伍分红熟悉度提高（分红险销售占比超过50%）、主动开发万能老客户（让万能保费转为新单），渠道也在引导分公司关注低星和沉睡客户；公司上半年个险渠道nbv margin同比提升9.2pct至32.4%；
- 国寿25H1NBV CSM同比下降31%，和NBV增速有较大反差，我们认为主要有两方面原因，一方面是分红险占比明显提高，分红险要将较多的利润分配给保单持有者，有效久期短，影响CSM，另一方面25H1相较24H1利率下降较为明显；但即使NBV贡献的CSM下降，国寿25年6月末的CSM余额依然较年初实现了1.6%的增长，原因在于NBV CSM的基数较高，且经验偏差好于预期；
- 个险仍是国寿最重要渠道，相较于同业银保渠道占比的大幅提高，国寿上半年个险渠道依然贡献NBV的85%，我们认为可能原因是国寿认为个险渠道的产品形态更为自主可控。

➤ 投资业务：已兑现收益大幅增加

- 中国人寿25H1总投资收益率同比下降30bp至3.29%，和净投资收益率的下降幅度

接近 (24H1 是 3.03%, 25H1 是 2.78%) ,且上半年的投资收益中已兑现部分占比高于去年同期 (24H1 和 25H1 的投资资产买卖价差收益分别为 304 亿和 -177 亿元) ;

2. 资产配置方面，国寿核心二级权益（股票+权益基金）占比提升 1.4pct 至 13.6%，其中 OCI 股票加仓 810 亿，占到股票投资规模的 40.8%，债券方面，国寿提升 OCI 债券占比，降低 TPL 债券占比。

盈利预测与评级：综上，国寿中报显示净利润结构一般，投资符合预期，NBV 环比增速较好，个险队伍稳健，后续 csm 或逐步释放，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 1218/1245/1431 亿元，同比增速分别为 13.9%/2.2%/14.9%，25–27 年每股内含价值为 55.6/60.2/65.3 元，9 月 5 日股价对应 PEV 估值为 0.72、0.66 和 0.61 倍，维持“买入”评级。

风险提示。1、长期国债利率大幅下降；2、权益市场大幅向下波动；3、新单保费大幅下降。

盈利预测与估值 (人民币)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	4050	5286	5887	6168	6941
同比增长率 (%)	1.4%	30.5%	11.4%	4.8%	12.5%
归母净利润 (亿元)	512	1069	1218	1245	1431
同比增长率 (%)	-13.8%	108.9%	13.9%	2.2%	14.9%
每股收益 (元/股)	1.81	3.78	4.31	4.40	5.06
市盈率 (P/E)	22.11	10.58	9.29	9.09	7.91
每股内含价值 (元/股)	44.60	49.57	55.62	60.24	65.26
内含价值估值 (P/EV)	0.90	0.81	0.72	0.66	0.61

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

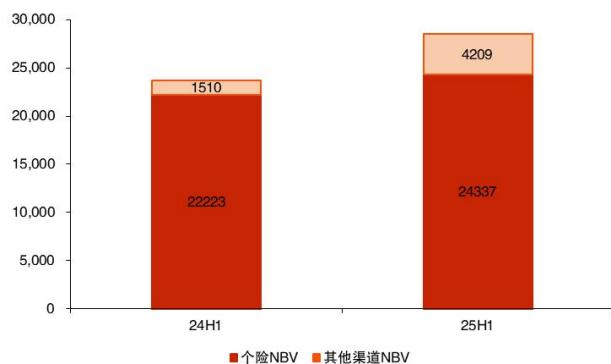
图表 1：中国人寿净利润分解：百万元

	24H1	25H1	同比
保险服务业绩	21931	18160	-17.2%
保险服务收入	106622	106874	
保险服务费用	-83822	-88202	
分出保费的分摊	-3221	-2806	
减：摊回保险服务费用	2352	2294	
投资服务业绩	31061	29751	-4.2%
投资总收益	122460	127393	
承保财务损益	-91735	-97978	
减：分出再保险财务损益	336	336	
其他	-4923	-5400	9.7%
营业利润	48069	42511	-11.6%
所得税	-8856	-415	-95.3%
净利润	39213	42096	7.4%
归母净利润	38278	40931	6.9%

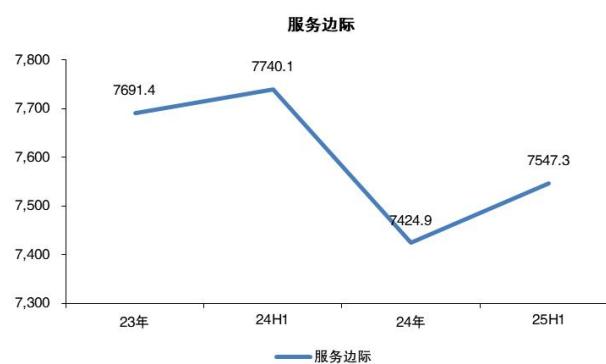
资料来源：中国人寿公告，华源证券研究所

备注：保险服务业绩=保险服务收入-保险服务费用-分出保费的分摊等+摊回保险服务费用；

投资服务业绩=投资总收益-承保财务损益+分出再保险财务损益；

图表 2：中国人寿 NBV 还是以个险渠道为主：百万元


资料来源：中国人寿公告，华源证券研究所

图表 3：中国人寿服务边际余额：亿元


资料来源：中国人寿公告，华源证券研究所

图表 4：中国人寿主要资产配置：%

	24H1	25H1	变化
OCI 债权比重	52.3%	53.5%	1.2%
TPL 债权比重	6.7%	5.5%	-1.2%
OCI 股票比重	2.6%	3.5%	0.9%
TPL 股票比重	5.0%	5.2%	0.2%
TPL 权益基金比重	4.6%	4.9%	0.3%

资料来源：中国人寿公告，华源证券研究所

附录：财务预测摘要：百万元

利润表	2024 年	2025E	2026E	2027E
营业收入	528567	588749	616809	694141
保险服务收入	208161	223353	236044	255841
投资收益（含利息收入，投资收益和公允价值变动）	309496	355345	367782	422949
其他业务收入	10910	10051	12982	15350
营业支出	-412967	-458477	-483805	-541255
保险服务费用	-180544	-193621	-197972	-213468
承保财务支出	-209952	-240888	-261625	-301912
手续费和佣金支出	-1798	-1899	-1888	-1996
税金及其他	-1430	-1519	-1581	-1663
业务和管理费	-7378	-7817	-8025	-8443
其他支出	-11865	-12733	-12712	-13775
利润总额	115213	130272	133004	152886
所得税	-6273	-6514	-6650	-7644
净利润	108940	123759	126354	145241
所属公司股东净利润	106935	121778	124458	143063

资产负债表	2024 年	2025E	2026E	2027E
交易性	1908098	2014724	2229501	2513653
债权投资	196754	190068	209835	221201
其他债权	3458895	4143489	4896159	5781402
其他权益	171817	326917	480873	653550
其他（长股权等）	875507	927533	926773	884806
投资资产	6611071	7602732	8743141	10054613
非投资资产	158475	190068	262294	301638
资产合计	6769546	7792800	9005436	10356251
保险合同负债	5825026	6698780	7703597	8859136
卖出回购	151564	200963	231108	265774
应付债券	35194	40193	46222	53155
其他负债	236514	258123	342708	387772
负债	6248298	7198059	8323635	9565837
股本	28265	28265	28265	28265
资本公积	54158	54204	54204	54204
盈余公积	122479	135875	149565	165302
未分配利润	362377	444541	524730	620011
一般风险准备	74365	80454	86677	93830
其他综合收益	-131969	-161969	-176969	-188969
归属于母公司股东权益	509675	581369	666472	772643
股东权益	521248	594741	681801	790414
负债及股东权益	6769546	7792800	9005436	10356251

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。