

银保渠道增速亮眼，浮动收益型业务首年期交占比大幅提升

核心观点

上半年公司资负两端整体表现稳健，其中负债端银保渠道增速亮眼，公司持续拓宽银行合作，网点经营扩面提质，银保渠道后续有望为负债端增长持续注入动能。此外，公司在产品结构优化转型方面亦有亮眼表现，上半年浮动收益型业务首年期交保费占比同比提升超 45 个百分点，其中个险渠道的分红险首年期交保费占比超 50%。整体来看，随着浮动收益型业务转型进一步深化，公司内含价值质量有望进一步夯实，更好提升长期稳健盈利能力。虽然代理人渠道“报行合一”逐步推进等因素对代理人渠道短期发展带来一定压力，但长期来看公司作为头部险企在监管引导行业高质量发展的政策环境下相对更为受益，竞争优势长期来看有望进一步凸显。

事件

中国人寿披露 2025 年上半年业绩

公司上半年归母净利润同比+6.9%至 409.31 亿元，NBV 同比+20.3%，年化总、净投资收益率分别同比-0.30pct、-0.35pct 至 3.59%、3.03%。

简评

1. 整体业绩：归母净利润稳健增长，中期股息同比+19.0%

公司上半年归母净利润同比+6.9%至 409.31 亿元，主要由所得税费用同比-95.3%至 4.15 亿元带动。税前利润同比-11.5%至 427.71 亿元，主要受保险服务业绩同比减少影响。截至上半年末，公司归母净资产为 5236.19 亿元，较上年末+2.7%；内含价值约 1.48 万亿元，较上年末+5.5%。拟派发 2025 年中期现金股息每 10 股 2.38 元（含税），同比+19.0%。

2. 负债端：NBV 稳健增长，浮动收益型业务占比显著提升

公司上半年 NBV 同比+20.3%至 285.46 亿元，主要由 NBVM 改善驱动。受益于预定利率下调，上半年 NBVM（按“NBV÷新单保费”测算，下同）同比+2.9pct 至 17.7%，新单保费同比+0.6%至 1612.55 亿元。分渠道来看：

个险渠道上半年 NBV 同比+9.5%至 243.37 亿元，NBVM 同比+9.4pct 至 32.9%。个险渠道上半年新单保费同比-21.6%至 738.85 亿元。人均产能方面，人均 NBV 同比+14.6%至 4.0 万元，人均新单同比-18.0%至 12.2 万元。队伍规模方面，截至上半年末，个险销售人力为 59.2 万人，同比-5.9%，较上年末-3.7%。

中国人寿 (601628. SH)

维持

买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

沃昕宇

woxinyu@csc.com.cn

010-56135215

SAC 编号:S1440524070019

发布日期： 2025 年 09 月 15 日

当前股价： 38.89 元

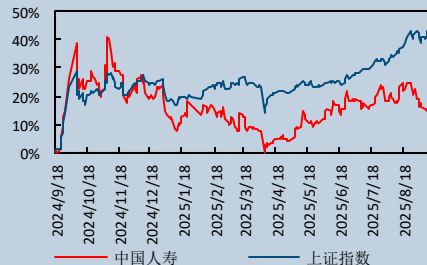
目标价格 12 个月： 49.15 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.75/-10.04	-3.98/-18.29	14.11/-28.65
12 月最高/最低价 (元)		49.10/34.83
总股本 (万股)		2,826,470.50
流通 A 股 (万股)		2,082,353.00
总市值 (亿元)		9,655.94
流通市值 (亿元)		8,098.27
近 3 月日均成交量 (万)		1668.67
主要股东		
中国人寿保险(集团)公司		68.37%

股价表现



相关研究报告

25.05.06	【中信建投保险 II】中国人寿 (601628): 保险服务业绩驱动利润增长，浮动收益型业务占比大幅提升
25.03.28	【中信建投保险 II】中国人寿 (601628): 假设调整后 EV 全年+11.2%彰显韧性，投资改善驱动利润高增

其他渠道上半年 NBV 同比+178.7%至 42.09 亿元，NBV 占比同比+8.4pct 至 14.7%，NBVM 同比+2.5pct 至 4.8%。其他渠道上半年新单保费同比+32.4%至 873.30 亿元，新单占比同比+13.0pct 至 54.2%，其中银保渠道为主要驱动，银保渠道上半年新单保费同比+111.1%至 358.73 亿元，新单占比同比+11.6pct 至 22.2%。公司银保渠道积极推动渠道转型，通过落实“报行合一”降本增效，实现保费规模、新业务价值双提升。持续拓宽银行合作，网点经营扩面提质。银保渠道客户经理为 1.8 万人，人均产能同比大幅提升 51.8%。

公司大力推动业务结构转型，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 45 个百分点，业务结构转型实现突破，其中个险渠道分红险实现快速增长，占个险渠道首年期交保费比重超 50%，成为新单保费的重要支撑。

按“保险服务收入-保险服务费用-（分出保费的分摊-摊回保险服务费用）”口径计算，公司上半年保险服务业绩同比-17.2%至 181.60 亿元，主要由于亏损部分的确认及转回同比+32.9%至 150.57 亿元。CSM 摊销同比+0.7%至 327.22 亿元。上半年新单 CSM 同比-31.0%至 262.09 亿元，主要是受市场利率变化的影响。截至上半年末，CSM 余额为 7,547.30 亿元，较 2024 年底增长 1.6%，主要是受当期新增的保险业务的影响。

3. 资产端：投资业绩整体稳健，股票配置比例进一步提升

上半年总投资收益同比+4.2%至 1275.06 亿元，总投资收益率同比-0.30pct 至 3.59%。总投资收益率下降主要受净投资收益率同比-0.35pct 至 3.03%带动，净投资收益同比+4.0%至 960.67 亿元。截至上半年末，公司投资资产规模约 7.13 万亿元，较上年末+7.8%，同比+17.1%，其中股票配置比例为 8.7%，较上年末+1.1pct，同比+1.4pct。

4. 投资建议：产品结构转型表现亮眼，长期看公司综合竞争优势有望进一步凸显

上半年公司资负两端整体表现稳健，其中负债端银保渠道增速亮眼，公司持续拓宽银行合作，网点经营扩面提质，银保渠道后续有望为负债端增长持续注入动能。此外，公司在产品结构优化转型方面亦有亮眼表现，上半年浮动收益型业务首年期交保费占比同比提升超 45 个百分点，其中个险渠道的分红险首年期交保费占比超 50%。整体来看，随着浮动收益型业务转型进一步深化，公司内含价值质量有望进一步夯实，更好提升长期稳健盈利能力。虽然代理人渠道“报行合一”逐步推进等因素对代理人渠道短期发展带来一定压力，但长期来看公司作为头部险企在监管引导行业高质量发展的政策环境下相对更为受益，竞争优势长期来看有望进一步凸显。估值方面，截至 9 月 15 日收盘，公司 2025 年 PEV 为 0.72 倍，看好利率企稳回升背景下的估值修复投资机会。我们预计公司 2025/2026/2027 年的 NBV 增速分别为 21.2%/10.5%/12.5%，给予公司未来 12 个月目标价 49.15 元，维持“买入”评级。

表 1: 中国人寿新业务价值及每股指标预测

主要数据（人民币元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	1.81	3.78	4.52	4.75	4.96
BPS	16.88	18.03	20.14	21.94	23.70
DPS	0.43	0.65	0.68	0.70	0.72
EVPS	44.60	49.57	54.32	59.57	65.35
同比增长（%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	-23.2%	108.9%	19.5%	5.0%	4.4%
BPS	30.3%	6.8%	11.7%	8.9%	8.1%

DPS	-12.2%	51.2%	5.0%	3.0%	3.0%
EVPS	2.4%	11.2%	9.6%	9.7%	9.7%
NBV	11.9%	24.3%	21.2%	10.5%	12.5%

资料来源：公司公告，中信建投证券

风险提示：

负债端改革不及预期：当前公司寿险业务持续深化转型，若公司代理人队伍质量提升不及预期，可能会影响到公司的新业务价值。

长端利率超预期下行：如果长端利率出现超预期下行，将对公司的投资收益产生不利影响。

权益市场大幅下滑：如果权益市场出现大幅下滑，将对公司的投资收益产生不利影响。

居民对保障型产品的需求复苏情况持续大幅低于预期：保障型产品的新业务价值率一般较高，若居民对此类产品的需求持续低迷，可能对公司的新业务价值增长带来负面影响。

分析师介绍

赵然

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融 IT 系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6 年证券研究的工作经验。2018 年 wind 金融分析师（金融工程）第二名 2019 年、2020 年 Wind 金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名

沃昕宇

中信建投非银金融与前瞻团队分析师，北京大学硕士，主要覆盖保险/保险科技、养老金融领域，对人身险产品结构转型、资产负债匹配、养老金金融等细分领域有较为深入的研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk