

中国人寿 (601628.SH)

持续加仓权益利润创新高, NBV 增速超预期

公司披露 2025 年三季报, 可比口径下寿险 NBV 同比+41.8%; 归母净利润 1678.04 亿, 同比+60.5%, Q3 单季同比+91.5%; 归母净资产 6258.28 亿, 较年初+22.8%。

- **NBV 增速超预期, 产品结构均衡多元。**1) 前三季度公司寿险 NBV 同比+41.8% (可比口径), 增速较 Q1 (+4.8%) 和 H1 (+20.3%) 大幅改善; 新单保费 2180.34 亿, 同比+10.4%, Q3 单季同比+52.5%, 增速同样较 Q1 (-4.5%) 和 Q2 (12.5%) 单季大幅改善, 预计是公司策略推动叠加预定利率再次下调促进客户需求释放的共同影响。2) 三季度末个险销售人力 60.7 万, 较年初-1.3%但环比微增, 队伍规模逐步企稳, 质态不断改善, 优增人力、留存率同比提升明显。3) 公司深入推进产品和业务多元, 人寿保险、年金保险、健康保险新单保费比重分别为 32.0%、32.5%、31.2%, 大力发展浮动收益型业务, 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, 新业务负债刚性成本明显下降。
- **持续增配权益, 投资收益大幅提升。**三季度末公司投资资产 72829.82 亿, 较年初+10.2%; 积极把握市场机会加大权益投资力度, 前瞻布局新质生产力相关领域, 前三季度总投资收益率 6.4%, 同比+1.0pt。
- **净利润在高基数上实现高增长。**前三季度公司实现归母净利润 1678.04 亿, 同比+60.5% (此前预增公告增速为 50%-70%), Q3 单季同比+91.5%, 从利源分析来看, 保险服务业绩同比+73.8%, 主要是受到市场利率波动对 VFA 模型的影响; 投资收益+公允价值变动损益同比+58.6%, 主要是上述权益投资贡献。三季度末公司归母净资产 6258.28 亿, 较年初+22.8%, 主要是 Q3 国内近端利率上升幅度大于远端利率, 公司负债久期控制较好相对受益, 业务结构优化成效显著。
- **投资建议:** 前三季度公司业绩超预期, 净利润再创新高, NBV 提速增长, 投资加快入市步伐, 充分享受权益市场上涨弹性。考虑到公司最新业绩表现和股市向好, 我们调整盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1780.65/ 2029.85/ 2411.73 亿, 对应增速+67%/+14%/+19%, 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。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	405,040	528,567	660,110	690,521	776,173
同比增长	0%	30%	25%	5%	12%
营业利润(百万元)	52,351	115,600	186,534	212,587	255,021
同比增长	0%	121%	61%	14%	20%
归母净利润(百万元)	51,184	106,935	178,065	202,985	241,173
同比增长	0%	109%	67%	14%	19%
每股收益(元)	1.81	3.78	6.30	7.18	8.53
PE	24.51	11.73	7.04	6.18	5.20
PB	3.83	2.46	2.25	2.06	1.91

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

总量研究/非银行金融

目标估值:

当前股价: 44.38 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)	1254.4
流通市值 (十亿元)	924.1
每股净资产 (MRQ)	22.1
ROE (TTM)	27.2
资产负债率	91.4%
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	12	25	5
相对表现	11	-0	-17



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国人寿 (601628) 一分红险占比过半, 利润增速环比有所回落》2025-08-28
- 2、《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
- 3、《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

郑积沙 S1090516020001

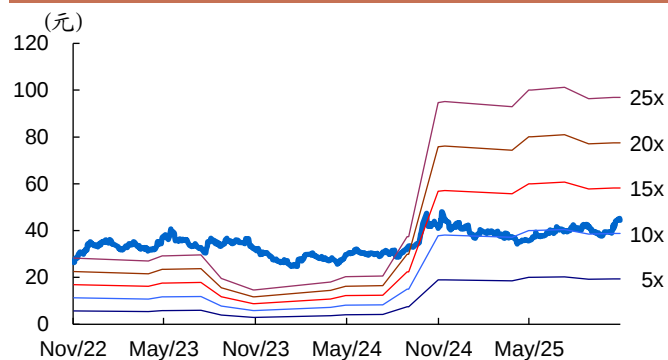
zhengjisha@cmschina.com.cn

张晓彤 S1090524120006

zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

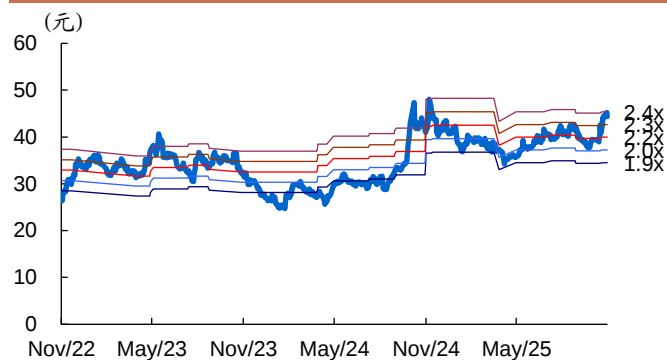
n

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
资产总计	5,653,727	6,769,546	7,446,501	8,116,686	8,766,021
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
负债合计	5,316,011	6,248,298	6,873,128	7,491,709	8,091,046
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
归属于母公司股东的股东权益合计	327,784	509,675	558,576	608,848	658,367
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
负债及股东权益总计	5,653,727	6,769,546	7,446,501	8,116,686	8,766,021

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
一、营业收入	405,040	528,567	660,110	690,521	776,173
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	154,832	162,573	195,088
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	153,608	161,288	193,546
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
二、营业支出	-352,689	-412,967	-473,576	-477,934	-521,152
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	-229,498	-220,099	-250,935
减：分出再保险财务损益	616	671	669	709	780
利息支出	0	-4,200	-2,623	-2,743	-4,112
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	-2,044	-2,139	-2,302
业务及管理费	-6,307	-7,378	-7,118	-7,545	-8,389
信用减值损失	0	207	129	135	203
资产减值损失	-53,001	0	-43,189	-45,179	-33,855
其他资产减值损失	0	-1,611	-1,006	-1,052	-1,577
其他业务成本	-12,786	-7,310	-14,984	-15,674	-15,323
三、营业利润	52,351	115,600	186,534	212,587	255,021
加：营业外收入	94	35	65	65	55
减：营业外支出	-457	-422	-440	-440	-434
四、利润总额	51,988	115,213	186,159	212,212	254,642
减：所得税费用	719	-6,273	-3,781	-4,310	-8,069
五、净利润	52,707	108,940	182,378	207,902	246,573
归属于母公司股东的净利润	51,184	106,935	178,065	202,985	241,173
少数股东损益	1,523	2,005	4,313	4,917	5,400

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。