

2025 年 11 月 06 日

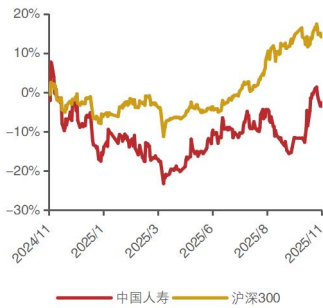
投资评级： 买入（维持）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchen@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据		2025 年 11 月 05 日
收盘价（元）		43.06
一年内最高/最低（元）		50.88/33.61
总市值（百万元）	1,217,078.20	
流通市值（百万元）	1,217,078.20	
总股本（百万股）	28,264.71	
资产负债率（%）	91.39	
每股净资产（元/股）	22.14	

资料来源：聚源数据

中国人寿(601628.SH)

——新单销售逐季强劲改善，投资收益表现出色

投资要点：

事件：中国人寿公布 2025 年三季度业绩，第三季度营收和归母净利润分别同比增长 54.8% 和 91.5%至 2987 亿元和 1269 亿元，从而拉动前三季度的营收和归母净利润的同比增速至 25.9%和 60.5%，3 季度末公司归母净资产较年初增长 22.8%至 6258 亿元，截至三季度末 NBV 同口径下增长 41.8%，总投资收益率同比上升 104bp 至 6.42%，公司的三季报各项数据均非常出色。

点评：

1、从财务指标来看：

- A、公司净利润在 24Q3 高基数上实现强劲的高增长：中国人寿 25Q3 单季度净利润达到 1269 亿元，较 24Q3 的 662 亿元进一步增长 91.5%（即 606 亿元），其中保险服务业绩单季度同比多增 318 亿元，我们认为主要源于 3 季度利率上行后亏损保单转回带来的保险服务费用大幅减少，以及新单销售强劲下服务边际摊销带来的保险服务收入同比的多增（约 33 亿元），同时公司 3 季度的投资服务业绩（投资收益扣除承保财务损益，分出再保险财务损益）同比多增 540 亿元，但所得税较去年同期多支出 256 亿元，抵消了一部分的净利润增长；
- B、净资产方面，公司截至 9 月末的归母净资产较年初大增 22.8%至 6258 亿元，高于其他同业-2.5%至 16.9%的归母净资产增长，我们认为原因一方面来自于公司前三季度强劲的净利润贡献，另一方面或由于公司负债久期控制的较短，从而保险合同准备金受益于今年以来近端利率较远端利率上升更多的利率曲线变化(前三季度 1 年期和 30 年期国债收益率涨幅分别为 27.7%和 22.1%，近端利率上升幅度更大)。

2、负债端业务：新单保费和 NBV 增速逐季改善

- A、国寿今年保单销售呈现明显的逐季改善趋势：一方面新单保费的同比增速由 25Q1 和 25H1 的-4.5%、0.6%改善至 25Q1-3 的 10.4%，对应 25Q3 单季度的新单同比强劲增长 52.5%，另一方面同口径下的 NBV 同比增速也由 25Q1 和 25H1 的 4.8%、20.3%扩大至 25 年 Q1-3 的 41.8%，我们认为三季度的强劲增长主要源于国寿较好的个险队伍姿态、销售能力以及较为成功的预定利率切换背景下的营销运作；
- B、我们看好公司 26 年“开门红”和全年的保单销售情况，一方面个险队伍的数据走稳，且优增人力和留存率同比提升明显，另一方面队伍已经较好掌握了浮动型产品的销售技能（前三季度浮动收益产品在首年期交保费占比同比提升 45 个百分点），且国寿在前三季度业务达成较好的背景下，或有更多的时间准备开门红

营销。

3、投资业务：投资收益率同比提升 104bp

A、中国人寿 25 年前三季度总投资收益同比增长 41%至 3686 亿元，总投资收益率同比多增 104BP 至 6.42%；

B、我们认为公司优秀的投资收益一方面可能来自于主动提升权益投资规模（25H1 股票和权益基金规模已较年初增加 1632 亿元，至 25Q3 末的增幅或更多），另一方面可能是把握住了 25Q3 的成长股行情，此外 24 年至今参与的鸿鹄基金和 25 年 7 月 IPO 的华电新能或也给国寿带来较好的投资回报。

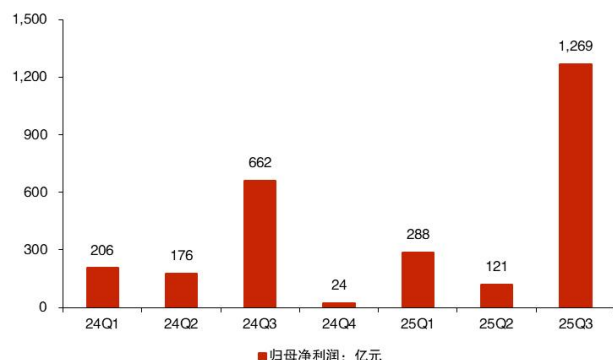
盈利预测与评级：综上，中国人寿 3 季报利润，净资产，新业务价值和投资收益率均表现强劲，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1735/1538/1864 亿元，同比增速分别为 62%/-11.4%/21.2%，25-27 年每股内含价值为 57.1/60.2/65.3 元，当前股价对应 PEV 估值为 0.75、0.71 和 0.66 倍，维持“买入”评级。

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	6956	6725	7862
同比增长率（%）	1.4%	30.5%	31.6%	-3.3%	16.9%
归母净利润（亿元）	512	1069	1735	1538	1864
同比增长率（%）	-13.8%	108.9%	62.3%	-11.4%	21.2%
每股收益（元/股）	1.81	3.78	6.14	5.44	6.59
市盈率（P/E）	23.78	11.38	7.01	7.91	6.53
每股内含价值（元/股）	44.60	49.57	57.11	60.24	65.26
内含价值估值（P/EV）	0.97	0.87	0.75	0.71	0.66

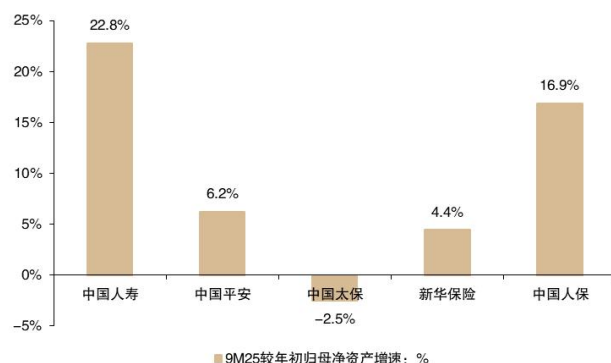
资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

图表 1：国寿单季度归母净利润：亿元



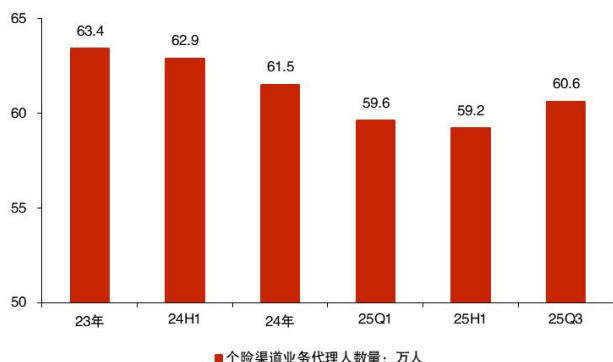
资料来源：中国人寿公告，华源证券研究所

图表 2：国寿 25Q1-3 归母净资产增速领先：%



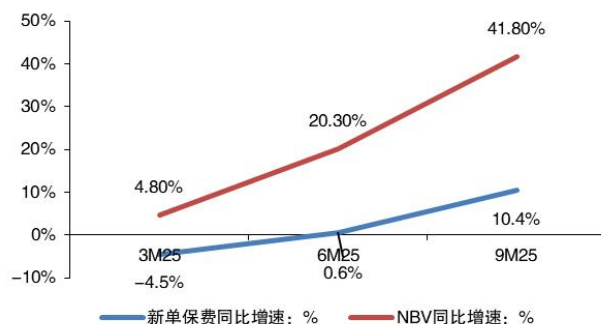
资料来源：中国人寿公告，华源证券研究所

图表 3：国寿个险渠道业务代理人数量走稳：万人



资料来源：中国人寿公告，华源证券研究所

图表 4：国寿新单保费和 NBV 增速逐季改善：%



资料来源：中国人寿公告，华源证券研究所

图表 5：国寿 Q3 单季度净利润同比增长分解：亿元

	25Q3	24Q3	同比变化
保险服务业绩	470	152	318
保险服务收入	545	512	33
保险服务费用	-75	-362	287
分出保费的分摊	-14	-13	-2
减：摊回保险服务费用	14	14	0
投资服务业绩	1176	636	540
投资总收益	2412	1395	1017
承保财务损益	-1237	-761	-476
减：分出再保险财务损益	2	2	0
其他	-22	-29	8
营业利润	1624	758	866
利润总额	1623	758	866
所得税	-345	-89	-256
净利润	1278	669	610
归母公司股东税后利润	1269	662	606

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	695568	672467	786243
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	461046	423441	515051
其他业务收入	10910	11168	12982	15350
营业支出	-412967	-488084	-498978	-576027
保险服务费用	-180544	-177668	-182744	-199876
承保财务支出	-209952	-286549	-292097	-350275
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	-12633	-12642	-13775
利润总额	115213	207483	173489	210215
所得税	-6273	-31122	-17349	-21022
净利润	108940	176361	156140	189194
所属公司股东净利润	106935	173539	153798	186356

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）。