

# 中国人寿 (601628)

## 寿险头雁再振翅，看好公司业务增长动能与估值修复空间

买入 (维持)

2026年03月17日

证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锴

执业证书: S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	344272	528567	598989	644775	692204
同比 (%)	-	53.53%	13.32%	7.64%	7.36%
归母净利润 (百万元)	46181	106935	158905	171028	186526
同比 (%)	-	131.56%	48.60%	7.63%	9.06%
每股 EV (元/股)	44.60	49.57	55.27	60.14	65.55
PEV	0.94	0.85	0.76	0.70	0.64

### 投资要点

- **国内寿险行业龙头，归母净利润创历史新高。** 1) 中国人寿作为国内最大的专业寿险公司，背靠财政部，高管团队经验丰富，近年来业绩表现优异。2) 归母净资产稳健增长，2014-2024 年年均复合增速达 6%。2024 年以来受益于股市走强、投资收益向好，归母净利润连续创历史新高，2024 全年和 2025 年前三季度分别突破千亿元和 1600 亿元大关，ROE 水平也提升至 20%以上，处于上市同业前列。
- **负债端：新单保费与 NBV 增长全面向好。** 1) **保费：市占率优势稳固，新单保费增速回升。** 2014-2024 年公司总保费年均复合增速达 7.3%，市场份额优势稳固，较第二名领先 3-4pct。2023 年以来公司新单保费增速回暖，且历史增速稳健，业务增长韧性突出。2) **NBV：连续三年较快增长，NBV margin 持续改善。** 在 2020-2022 年行业下行期，国寿 NBV 年均复合降幅显著窄于同业，自 2023 年以来 NBV 回归快速增长区间，连续三年可比口径下实现两位数增长。受益于预定利率下调和“报行合一”落地，公司 NBV margin 同比改善，也增强了 NBV 增长动能。3) **渠道：银保业务强劲增长，个险基本盘保持稳定。** ①银保渠道是国寿重要战略支持渠道，近年来公司持续推进“6+10+N”布局，2025 年银保新单规保市场份额已达 6.9%，大幅领先上市同业，较 2020 年提升约 5.1pct。②个险渠道作为国寿业务基本盘保持稳定，人力规模已经企稳，且相比同业的规模优势逐步扩大，2025Q3 末人力总数已超过第二名的 1.7 倍。国寿代理人人均产能保持在上市同业前列，量质双强蕴含更大潜能。4) **持续加强保险+服务生态布局建设**，2025 年以来公司浮动收益型业务转型效果明显，我们预计在分红险时代公司凭借品牌效应和产品服务实力有望进一步巩固竞争优势。
- **资产端：新会计准则下权益投资弹性突出。** 1) **投资资产规模持续提升。** 2014-2024 年国寿投资资产规模由 2.10 万亿元增长至 6.61 万亿元，年均复合增速高达 12.1%。2025Q3 末规模超 7.28 万亿元，较年初增长 10.2%。2) **FVTPL 股票占比高，财务投资收益弹性突出。** 2014 年以来公司整体保持以固收为主的稳健资产配置，2020 年起持续增配债券、减配非标，且 2025 年显著提升二级权益投资。2025H1 末公司股票+基金占比提升至 13.6%，仅低于新华保险，且 FVTPL 股票占比达 77.4%，在股市向好背景下财务投资收益弹性更加突出。3) 2015-2024 年中国人寿平均净、总投资收益率分别为 4.3%和 4.7%，高于当前长期投资回报 4.0%的假设，历史收益表现稳健。
- **盈利预测与投资评级：**截至 2026 年 3 月 13 日，公司 A、H 股价分别对应 0.70x 和 0.41x 2026E PEV，分别处于近十年估值的 22%、53%分位水平。我们认为公司作为寿险行业龙头，在周期向上背景下竞争优势稳固，继续看好公司长期业绩增长与经营稳健性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	42.11
一年最低/最高价	33.61/51.92
市净率(倍)	1.90
流通 A 股市值(百万元)	876,878.85
总市值(百万元)	1,190,226.73

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	22.14
资产负债率(% ,LF)	91.39
总股本(百万股)	28,264.71
流通 A 股(百万股)	20,823.53

### 相关研究

《中国人寿(601628): 2025 年三季度报点评: Q3 归母净利润再创新高,NBV 增速持续提升》

2025-10-31

《中国人寿(601628): 2025Q3 业绩预增公告点评: 投资收益大幅提升, Q3 单季归母净利润约翻倍》

2025-10-20

## 内容目录

<b>1. 中国人寿：国内寿险龙头，经营质地优良</b>	<b>5</b>
1.1. 国有大型金融保险企业，多元业务覆盖保险、养老、资管、银行	5
1.2. 管理团队：专业化管理层为公司经营保驾护航	6
1.3. 经营战略：落实集团“333”战略布局，进一步推动高质量发展	7
1.4. 整体业绩：归母净资产稳健增长，归母净利润创历史新高	8
<b>2. 负债端：新单保费与NBV增长全面向好</b>	<b>10</b>
2.1. 保费：市占率优势稳固，新单保费增速回升	10
2.1.1. 总保费规模突破7000亿元，市占率优势稳固	10
2.1.2. 新单保费：新单保费增速回升，期限结构基本稳定	11
2.2. NBV：连续三年较快增长，NBV margin持续改善	12
2.3. 渠道：银保业务强劲增长，个险基本盘保持稳定	13
2.3.1. 银保：市场份额逐步提高，新单保费及NBV贡献显著提升	13
2.3.2. 个险：人力规模优势逐步放大，继续深化队伍转型升级	16
2.4. 产品：新单结构均衡，积极推动浮动收益型产品转型	18
2.5. 服务：坚持推动大健康大养老生态建设	19
<b>3. 资产端：新会计准则下权益投资弹性突出</b>	<b>20</b>
3.1. 投资规模：投资资产规模突破7万亿元	20
3.2. 资产配置：2025年显著加仓二级权益，FVTPL股票占比高	20
3.3. 投资收益：过去十年平均收益率超过4%	23
<b>4. 投资建议：估值依然偏低，H股折价明显</b>	<b>24</b>
4.1. 自由流通盘较小，在板块周期向上时具有更高弹性	24
4.2. EV可靠性提升，当前估值仍然偏低	24
4.3. 盈利预测&投资建议	26
<b>5. 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1:	中国人寿历史沿革.....	5
图 2:	中国人寿股权结构 (截至 2025Q3 末) .....	6
图 3:	中国人寿集团“333”战略内涵.....	8
图 4:	2014 年以来中国人寿归母净资产稳健增长.....	8
图 5:	2024 年以来中国人寿归母净利润连续创新高.....	9
图 6:	2024 年以来中国人寿 ROE 大幅提升.....	9
图 7:	2019-2024 年中国人寿每股股息及分红率走势 .....	10
图 8:	2023 年以来中国人寿总保费收入同比增速中枢提升.....	10
图 9:	中国人寿保费市场份额优势稳固.....	11
图 10:	中国人寿新单保费规模波动增长.....	11
图 11:	中国人寿新单保费同比增速波动更小.....	11
图 12:	中国人寿新单保费中期交与趸交占比情况.....	12
图 13:	中国人寿十年期及以上期交保费占比情况.....	12
图 14:	2023 年以来中国人寿 NBV 同比快速增长 .....	12
图 15:	上市险企 NBV 同比增速走势对比 .....	12
图 16:	2010 年以来中国人寿 NBV margin 表现较为稳定.....	13
图 17:	中国人寿银保渠道客户经理数量逐渐减少 (万人) .....	13
图 18:	2020-2025 年中国人寿在银保渠道市场份额显著提升 .....	14
图 19:	广发银行代销中国人寿首年期交保费情况.....	15
图 20:	近年来国寿银保新单保费增速快于个险.....	15
图 21:	上市险企银保新单保费占比普遍提升.....	15
图 22:	中国人寿非个险渠道 NBV 占比持续提升 .....	16
图 23:	2025H1 国寿非个险渠道 NBV 占比仍低于同业 .....	16
图 24:	中国人寿个险营销体系改革内容.....	16
图 25:	上市险企代理人规模较高点明显下降 (万人) .....	17
图 26:	上市险企代理人规模同比降幅已经趋稳.....	17
图 27:	中国人寿代理人规模较同业优势逐步扩大.....	17
图 28:	中国人寿代理人人均 NBV 处同业中较高水平 (万元/年) .....	18
图 29:	2016 年以来国寿各类型业务保费同比增速.....	18
图 30:	国寿各类型业务保费占比相对均衡.....	18
图 31:	中国人寿养老养生项目全国布局.....	19
图 32:	中国人寿养老服务配套保险产品情况.....	20
图 33:	2025Q3 末中国人寿投资资产规模约 7.3 万亿元.....	20
图 34:	2025Q3 末上市险企投资资产规模及增速.....	20
图 35:	中国人寿践行稳健的投资理念.....	21
图 36:	2014 年以来中国人寿大类资产配置情况.....	21
图 37:	2024-2025H1 中国人寿与上市同业公司资产配置结构对比 .....	22
图 38:	2014 年以来中国人寿 EV 连续正增长 .....	25
图 39:	上市险企 EV 较年初增速走势对比 .....	25
图 40:	中国人寿 H 股较 A 股折价幅度仍然较大 (%) .....	26
图 41:	上市险企 A 股 PEV 走势 (倍, 截至 2026.03.13) .....	27
图 42:	上市险企 H 股 PEV 走势 (倍, 截至 2026.03.13) .....	27

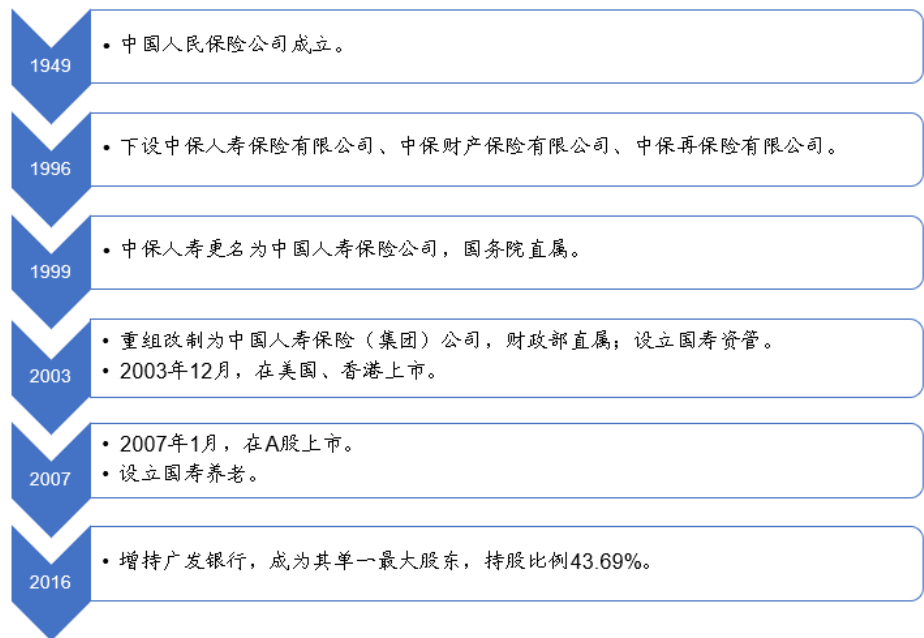
表 1: 中国人寿股本结构较为集中 (截至 2025Q3 末) .....	6
表 2: 中国人寿核心管理人员情况.....	7
表 3: “报行合一”之后银保渠道 NBV margin 显著提升 .....	14
表 4: 2025H1 中国人寿股票 FVTPL 占比较高 .....	22
表 5: 鸿鹄基金累计三期基金产品情况.....	23
表 6: 2015 年以来上市险企净投资收益率情况.....	23
表 7: 2015 年以来上市险企总投资收益率情况.....	24
表 8: 中国人寿自由流通市值占比较小 (截至 2026.03.13) .....	24
表 9: 上市险企 EV 精算假设调整情况 .....	25
表 10: 中国人寿 EV 精算假设调整情况 (百万元) .....	26
表 11: 中国人寿内含价值测算 (百万元) .....	27
表 12: 上市保险公司估值及盈利预测.....	28

## 1. 中国人寿：国内寿险龙头，经营质地优良

### 1.1. 国有大型金融保险企业，多元业务覆盖保险、养老、资管、银行

中国人寿是国内最大的专业寿险公司。中国人寿保险股份有限公司前身是成立于1949年的原中国人民保险公司，1996年分设为中保人寿保险有限公司，1999年更名为中国人寿保险公司，成为国有独资的一级法人，直接隶属国务院。2003年，重组改制为中国人寿保险（集团）公司，作为财政部直属的副部级央企，由财政部100%控股。2003年改制后，中国人寿于12月17日和12月18日在纽约、香港两地上市，发行美股56.53亿股，H股74.41亿股，创造当年全球最大规模的IPO。上市重组前，集团公司将高利率保单业务（即90年代大量销售的预定利率为6%-10%的保单）剥离给集团内的“国寿存续”机构，使得上市公司无高利率保单压力。2007年1月9日，公司回归国内A股上市，注册资本282.65亿元。2016年9月，中国人寿收购花旗银行、IBM Credit持有的广发银行36.5亿股股权，从而成为广发银行最大的持股股东。截至2025年中，中国人寿在全国拥有约1.8万个分支机构（含省级分公司、地市分公司、支公司、营业部和营销服务部）、在职员工约9.8万人，总销售人力64.1万人，拥有约3.27亿份有效长期保单。2025年前三季度公司实现保费收入6696亿元，市场占有率达17%，稳居行业第一位置。

图1：中国人寿历史沿革



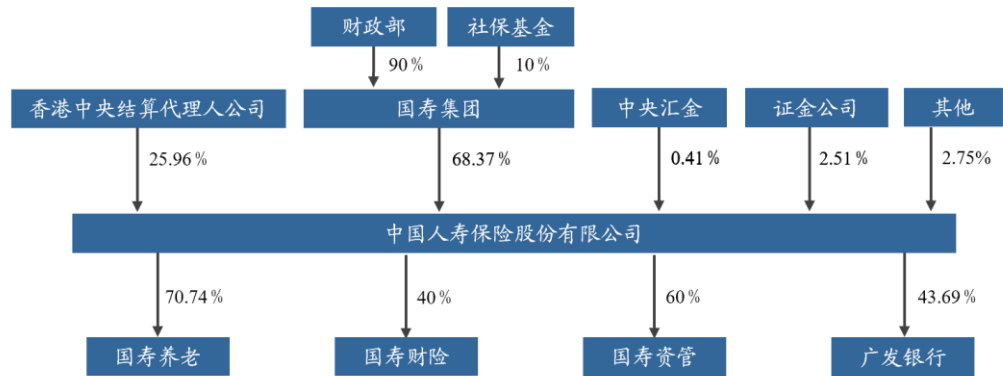
数据来源：中国人寿官网，东吴证券研究所

公司股权较为集中，国寿集团作为第一大股东，25Q3末持股比例高达68%，实际控制人为财政部。截至2025年三季度末，中国人寿保险（集团）公司作为中国人寿控股股东持股68.37%，公司的实际控制人是国家财政部。其他股东中，香港中央结算代理人有限公司控股25.96%，中国证券金融股份有限公司控股2.51%，中央汇金资产管理有

限责任公司控股 0.41%，主要股东持股比例较为稳定。

中国人寿业务板块涵盖寿险、财险、企业和职业年金、银行、基金、资产管理、财富管理、实业投资、海外业务等多个领域。截至 2025Q3 末，公司主要控股参股企业包括子公司中国人寿资产管理有限公司（持股 60%）、中国人寿养老保险股份有限公司（持股 70.74%），以及联营企业中国人寿财产保险股份有限公司（持股 40%）、广发银行（持股 43.69%）等。

图2：中国人寿股权结构（截至 2025Q3 末）



数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

注：以上仅列示主要的参控股公司。

表1：中国人寿股本结构较为集中（截至 2025Q3 末）

股东名称	股票数量（百万股）	持股比例（%）
集团公司（A 股）	19324	68.4
公众投资者	8941	31.6
其中：A 股	1500	5.3
H 股	7441	26.3
合计	28265	100

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 1.2. 管理团队：专业化管理层为公司经营保驾护航

公司高管团队专业能力强、管理经验丰富。公司董事长蔡希良自 2022 年加入国寿集团任副董事长、总裁，2024 年任国寿集团及公司董事长。总裁利明光 1996 年加入公司，具有中国精算和英国精算师资格，曾任中国精算工作委员会首届主任、中国精算师协会第一、二届秘书长，于 2013-2023 年期间担任公司总精算师。我们认为，公司高管团队专业能力强、管理经验丰富，特别是总裁利明光具有深厚精算背景，能有助于提升公司经营管理效率性和专业性，在当前行业转型热潮中为公司发展保驾护航。

表2: 中国人寿核心管理人员情况

姓名	出生年份	职位	履历
蔡希良	1966	董事长	2024年12月起任公司董事长,自2024年11月起任国寿集团董事长。此前曾任中国出口信用保险公司党委副书记、副董事长、国寿集团公司副董事长、总裁等职务。
利明光	1969	总裁	2023年11月起担任公司总裁、国寿集团副总裁。1996年加入公司,先后担任本公司精算责任人、精算部总经理、总精算师、董事会秘书、副总裁、临时负责人。拥有中国精算师(FCAA)和英国精算师(FIA)资格,现任中国精算师协会副会长,享受国务院政府特殊津贴。
刘晖	1970	副总裁、首席投资官、董事会秘书	2023年起担任公司副总裁、首席投资官,2025年起担任董事会秘书。曾任职于中国建设银行总行,2005年加入国寿系统,先后担任国寿资产、公司投资管理部、国寿投控等多个公司管理职务。
阮琦	1966	副总裁,首席风险官	2018年起担任公司副总裁,2022年起担任首席投资官。曾任公司信息技术部总经理、首席信息技术执行官、万达信息董事长、国寿电子商务临时负责人等职务。
许崇苗	1969	首席合规官	2024年4月起担任公司首席合规官。曾任公司法律与合规部总经理、公司合规负责人等职务,法学博士,具有中华人民共和国律师资格和注册会计师资格。
侯晋	1980	总裁助理、总精算师	2023年起担任公司总精算师,2025年起担任总裁助理。中国精算师协会正会员、北美精算师,曾任公司精算部总经理、产品部总经理、临时总精算师等职务。

数据来源: 中国人寿官网, 东吴证券研究所

注: 以上仅列示董事会及部分关键高级管理人员情况。

### 1.3. 经营战略: 落实集团“333”战略布局, 进一步推动高质量发展

**推进“333战略”布局, 全面深化改革推动高质量发展。**2025年1月国寿集团召开2025年工作会议, 提出进一步全面深化改革推动高质量发展的“333战略”, 明确了未来五年改革发展目标: **1) 积极培育三大新增长极**, 聚焦养老、健康、理财三大领域, 锻造面向未来新优势, 持续巩固行业头雁地位。**2) 着力打造三大新上市平台**, 统筹内涵式发展与外延式增长, 整合系统内外部资源, 围绕做强做优核心主业开展资本运营, 努力提升集团资源聚集配置能力。**3) 深入实施三大工程**, 以党建引领强基工程增强凝聚力、战斗力, 以国寿金融文化建设工程提升软实力、影响力, 以协同创新升级工程提升生产力、竞争力。

**以集团“333”战略为指引, 打好“五大攻坚战”。**2026年1月中国人寿召开2026年工作会议, 提出以集团“333战略”为指引, 锚定“三坚持”“三提升”“三突破”高质量发展核心思路, 打好“五大攻坚战”(数字化转型攻坚战、经营管理模式升级攻坚战、全渠道转型攻坚战、客户经营攻坚战、投资能力建设攻坚战), 以改革发展新成效实现“十五五”良好开局, 向建设中国特色世界一流寿险公司目标加速迈进。

图3：中国人寿集团“333”战略内涵

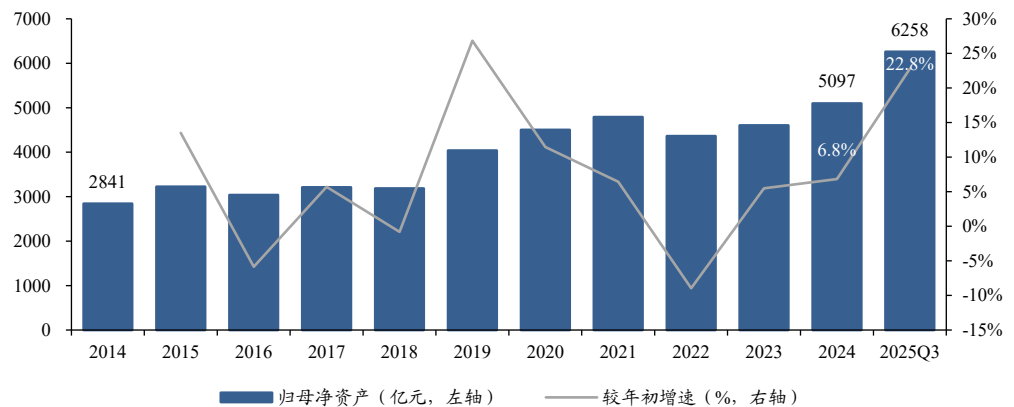


数据来源：中国人寿微信公众号，东吴证券研究所

#### 1.4. 整体业绩：归母净资产稳健增长，归母净利润创历史新高

**归母净资产规模稳健增长。**中国人寿归母净资产由2014年末的2841亿元增长至2024年末的5097亿元，年均复合增速达到6.0%，呈现出稳健增长态势。2025年三季度末，公司归母净资产进一步增长至6258亿元，较年初增长22.8%，主要受到盈利大幅提升带动。

图4：2014年以来中国人寿归母净资产稳健增长

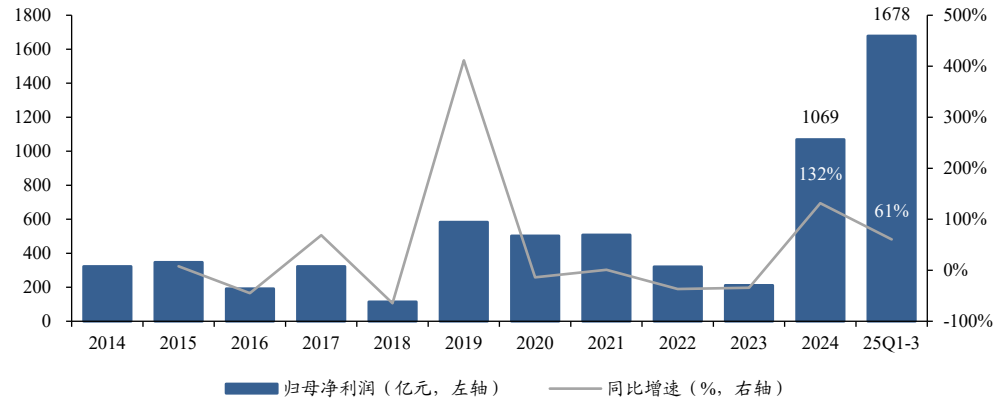


数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

**2025年前三季度中国人寿归母净利润再创历史新高。**2014年以来中国人寿归母净利润呈现波动状态，主要是由于寿险公司盈利受资本市场波动影响较大，特别是实施新会计准则以后，公司较高的FVTPL股票占比进一步提高了净利润与股市的关联性。受益于2024年以来股市持续向好，公司归母净利润规模连续创下历史新高。2024年全年

归母净利润首次突破千亿元大关，2025 年前三季度归母净利润高达 1678 亿元，在高基数基础上同比增长 61%，25Q3 单季归母净利润高达 1269 亿元，已经超过 2024 年全年水平。我们预计，受 25Q4 成长板块股价短期调整影响，公司 Q4 单季净利润或有一定压力，但是在 26Q1 以来应当已有显著修复，短期利润波动并不影响公司长期价值。

图5：2024 年以来中国人寿归母净利润连续创新高

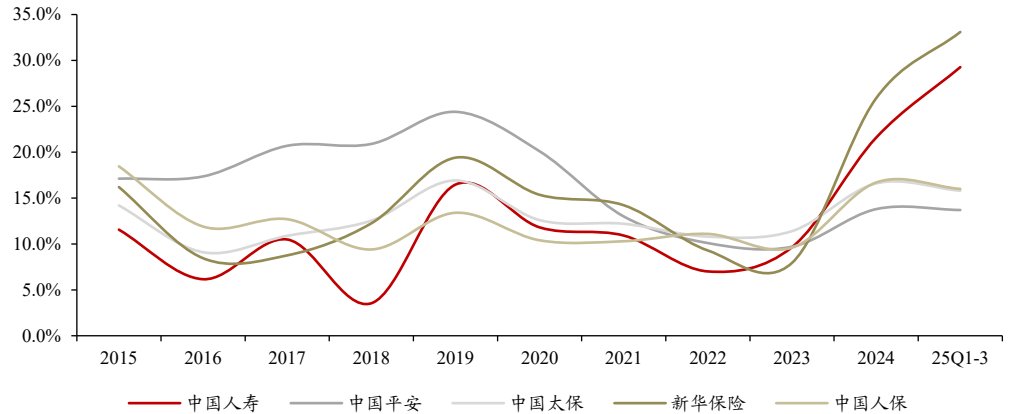


数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

注：2024 年及以后数据均为新准则，中国人寿 2024 年同比增速为可比口径

**2024 年以来公司 ROE 水平大幅提升。**受益于投资向好、净利润大幅增长带动，中国人寿 ROE 水平也在 2024 年以来持续提升至 20% 以上，2025 年前三季度公司 ROE 高达 29.3%，仅次于新华保险，明显高于其他上市同业。

图6：2024 年以来中国人寿 ROE 大幅提升

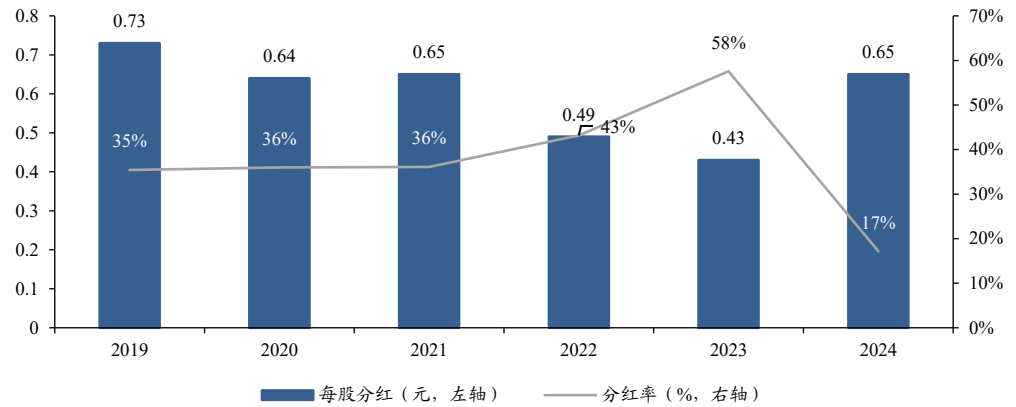


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

注：2023 年及以后数据均为新准则，中国人寿 2023 年数据采用 H 股报告口径

**重视股东回报，积极与投资者共享发展成果。**截至 2024 年末，公司上市以来累计向股东分红超 2200 亿元。2024 年公司每股股息为 0.65 元，同比增长 51.2%，2025 年中期每股股息 0.24 元，同比增长 19.0%。我们认为，由于新会计准则下公司归母净利润波动较大，预计公司将更多关注每股股息绝对值的稳定，而非维持固定的分红率水平。截至 2026 年 3 月 13 日收盘，公司 A、H 股收盘价分别对应 TTM 股息率为 1.6%、2.7%。

图7：2019-2024年中国人寿每股股息及分红率走势



数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

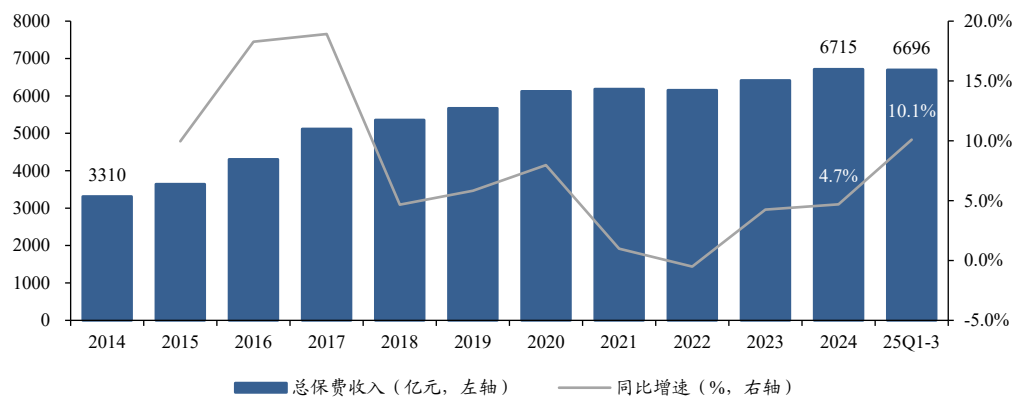
## 2. 负债端：新单保费与NBV增长全面向好

### 2.1. 保费：市占率优势稳固，新单保费增速回升

#### 2.1.1. 总保费规模突破7000亿元，市占率优势稳固

2014-2024年中国人寿总保费收入从3310亿增至6715亿元，年均复合增速7.3%。2015-2017年期间公司总保费持续两位数同比增长，此后受监管环境趋严、疫情冲击后保障型产品遇冷、行业进入转型发展期等因素影响，公司保费增速明显放缓，2022年受续期不佳影响，总保费首次负增长，同比下降0.5%。但在2023年以来伴随行业负债端整体回暖，公司保费增速中枢逐步提升，2025年前三季度公司总保费收入6696亿元，同比增长10.1%，截至2025年11月底公司总保费已突破7000亿元大关，创下历史最高水平。

图8：2023年以来中国人寿总保费收入同比增速中枢提升

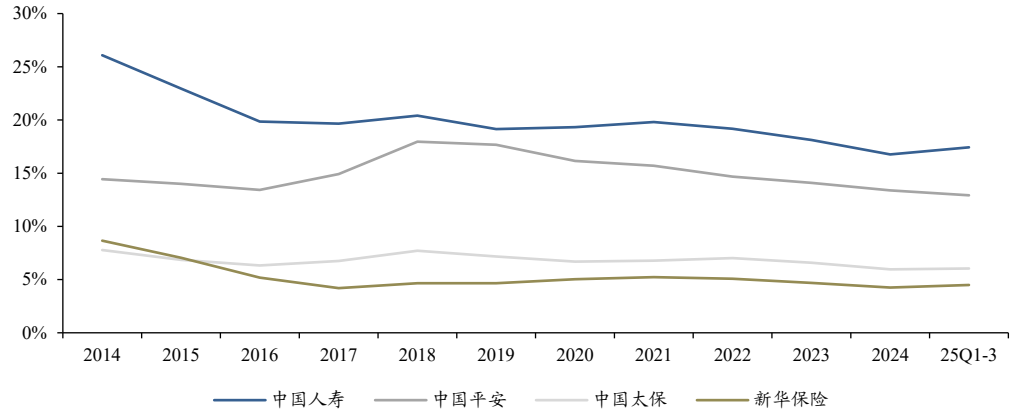


数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

2020年以来中国人寿保费市占率优势保持稳固。2014-2019年期间，由于市场竞争

激烈、公司渠道结构调整等多重因素影响，中国人寿原保费市场份额有所下降，与第二名中国平安的差距不断压缩，2019年中国人寿与中国平安市占率差距达到近年来最低点，仅高出1.5pct。但此后凭借积极稳健的经营策略显效，公司自2020年起重新扩大与第二名的市占率差距至3-4pct区间。我们预计，随着分红险时代来临，公司品牌优势将得以更大程度发挥，同时银保业务的快速增长也有助于进一步巩固公司市占率优势。

图9：中国人寿保费市场份额优势稳固

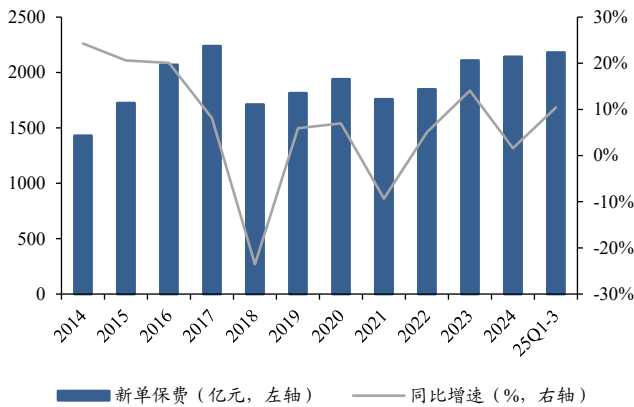


数据来源：上市险企财报、保费公告及偿付能力报告，金监总局，东吴证券研究所

2.1.2. 新单保费：新单保费增速回升，期限结构基本稳定

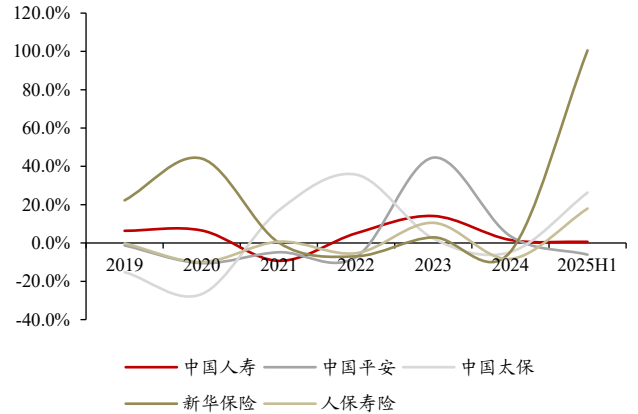
2023年以来公司新单保费增速回升。2014-2024年中国人寿新单保费规模呈现波动增长态势，从2014年的1429亿元增长至2024年的2142亿元，年均复合增速达4.1%。其中，2018年和2021年出现同比下滑，分别是受到监管“134号文”政策和行业大转型影响。自2023年以来，公司新单保费增速逐步回升至两位数区间，2024年受银保渠道“报行合一”影响，增速有所回落。2025年前三季度公司新单保费规模为2180亿元，同比增长10.4%。但从2019年以来的新单保费同比增速来看，中国人寿的增速波动明显更小，反映出公司稳健的经营策略使其在行业周期变化中蕴藏更强韧性。

图10：中国人寿新单保费规模波动增长



数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

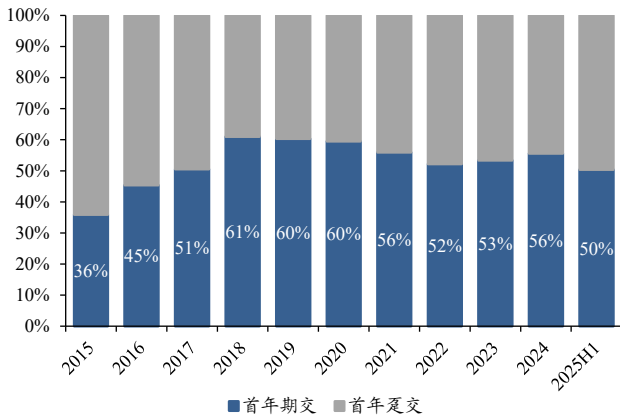
图11：中国人寿新单保费同比增速波动更小



数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

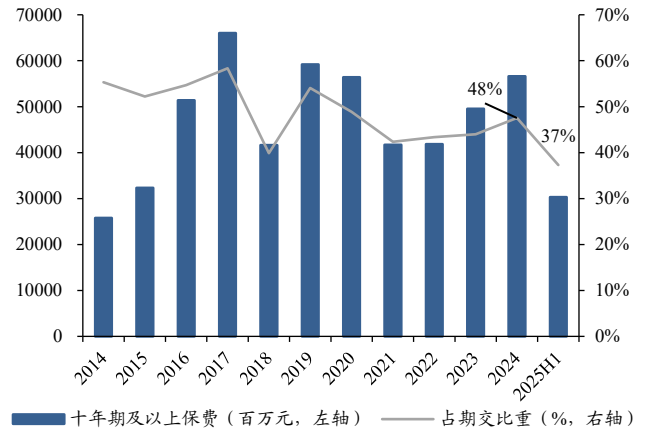
**新单保费期限结构基本稳定。**从保费期限结构来看，近年来公司新单保费中期交占比保持在50%以上，十年期及以上期交保费在期交业务中占比保持在40%以上，2025H1前两项比重均有小幅下降，分别降至50%和37%，我们认为主要是由于银保业务占比提升所致。

图12: 中国人寿新单保费中期交与趸交占比情况



数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

图13: 中国人寿十年期及以上期交保费占比情况

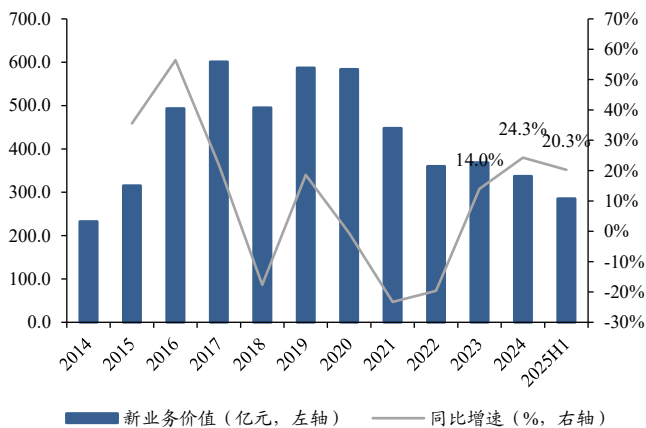


数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

## 2.2. NBV: 连续三年较快增长, NBV margin 持续改善

**2023 年以来中国人寿 NBV 回归快速增长区间。**2014-2024 年上市险企 NBV 增长经历了大幅波动, 在 2020-2022 年行业 NBV 普遍下滑期间, 国寿 NBV 年均复合降幅显著窄于同业。自 2023 年以来, 伴随新单保费增速回升和 NBV margin 改善, 公司 NBV 也回归快速增长区间, 2023、2024 全年和 2025 年前三季度可比口径下分别同比增长 14.0%、24.3%和 41.8%。

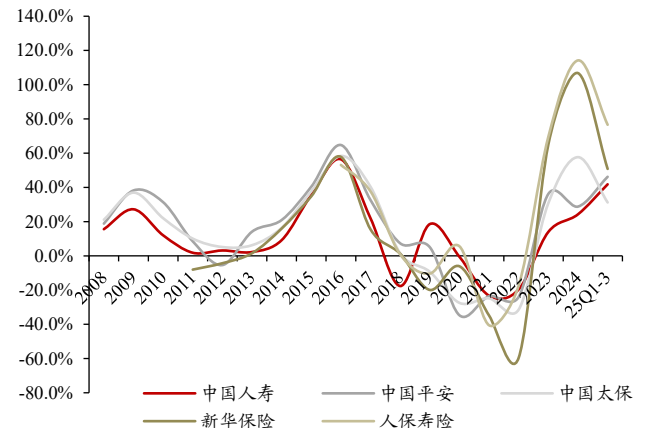
图14: 2023 年以来中国人寿 NBV 同比快速增长



数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

注: 2023 年及以后均采用可比口径增速

图15: 上市险企 NBV 同比增速走势对比



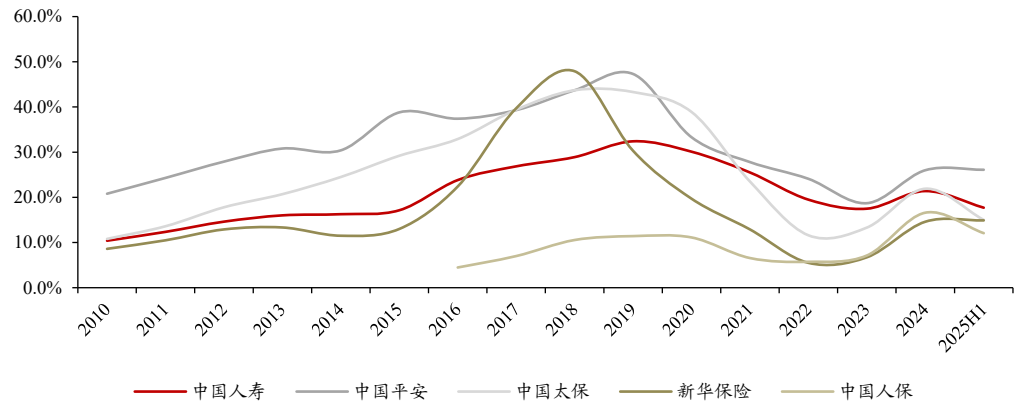
数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 新华 2023 年为可比口径增速, 其他公司 2023 年及以后均为可比口径增速

2024 年以来新业务价值率回升, 目前处于同业上游水平。2010 年开始中国人寿的

新业务价值率持续提升，从2010年的10.4%提高到2019年的32.4%。此后受储蓄类产品占比提升等因素影响，新业务价值率开始回落。2024年以来，伴随银保渠道“报行合一”落地执行和预定利率持续下调，公司新业务价值率也迎来持续改善。2025H1公司新业务价值率为17.7%，仅低于中国平安（26.1%），高于中国太保（15.0%）、新华保险（14.9%）和人保寿险（12.1%）。

图16：2010年以来中国人寿NBV margin表现较为稳定



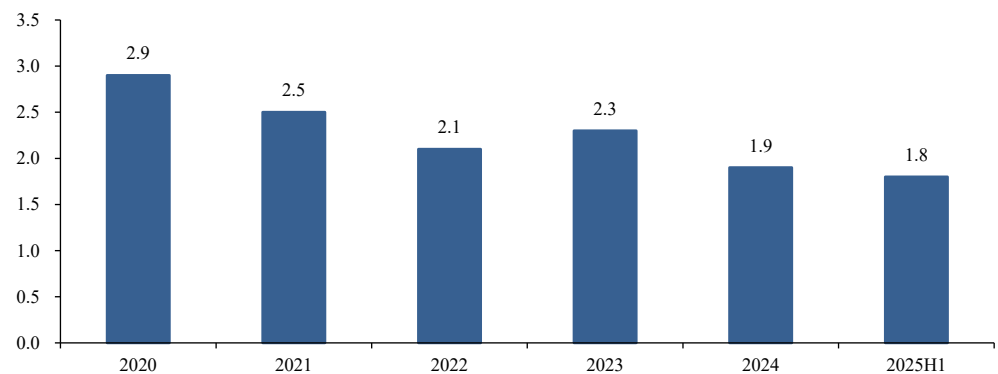
数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

### 2.3. 渠道：银保业务强劲增长，个险基本盘保持稳定

#### 2.3.1. 银保：市场份额逐步提高，新单保费及NBV贡献显著提升

银保渠道是中国人寿重要的战略支持渠道。中国人寿对银保渠道坚持规模与价值并重的定位，2022年以来不断深化银行合作，保费规模及业务价值较快增长。特别是2024年抢抓高质量发展机遇，积极推进“报行合一”，强化佣金费用管控，同时大力推动网点经营扩面提质，在巩固“四行两邮”传统优势的同时，还在加快构建“6+10+N”（6家国有行+10家头部股份行+N家优质地方城商及农商行）均衡布局，截至2025H1末合作银行数量突破百家。此外，公司在银保渠道聚焦专业化建设，推动队伍提质增效，截至2025H1末客户经理数量降至1.8万人，但2025H1人均产能同比大幅提升51.8%。

图17：中国人寿银保渠道客户经理数量逐渐减少（万人）



数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

中国人寿在银保市场市占率显著提升。自 2022 年以来中国人寿在银保市场份额逐步提升，特别是在银保渠道“报行合一”落地与“1+3”合作限制放开后，银保业务价值率显著提升，同时头部险企竞争优势凸显，开始“抢占”份额，国寿银保市占率加速上行，2025 年银保新单规保市场份额达到 6.9%，较 2020 年提升约 5.1pct，大幅领先上市同业。

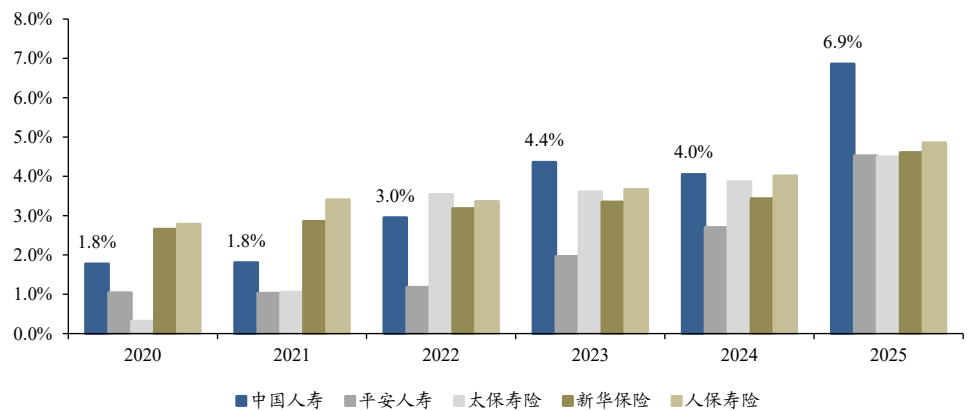
表3: “报行合一”之后银保渠道 NBV margin 显著提升

	2023	2024	同比变动	2024H1	2025H1	同比变动
中国人寿	5.4%	16.0%	10.6pct	4.2%	11.7%	7.5pct
中国平安	16.4%	24.6%	8.2pct	10.7%	28.6%	18.0pct
中国太保	5.6%	15.5%	9.9pct	4.8%	12.4%	7.6pct
新华保险	1.4%	10.1%	8.7pct	13.8%	13.1%	-0.7pct
人保寿险	3.2%	13.6%	10.4pct	8.6%	9.9%	1.2pct
中国太平	5.8%	31.5%	25.7pct	15.6%	19.3%	3.7pct

数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：1) 新华 2024 年数据为新假设口径，其他公司 2023-2024 年数据均为旧假设口径；2) 新华、人保 2024H1 数据为旧假设口径，其他公司 2024H1-2025H1 数据均为新假设口径。3) 中国人寿银保 NBV 采用非个险整体数据作为替代。

图18: 2020-2025 年中国人寿在银保渠道市场份额显著提升

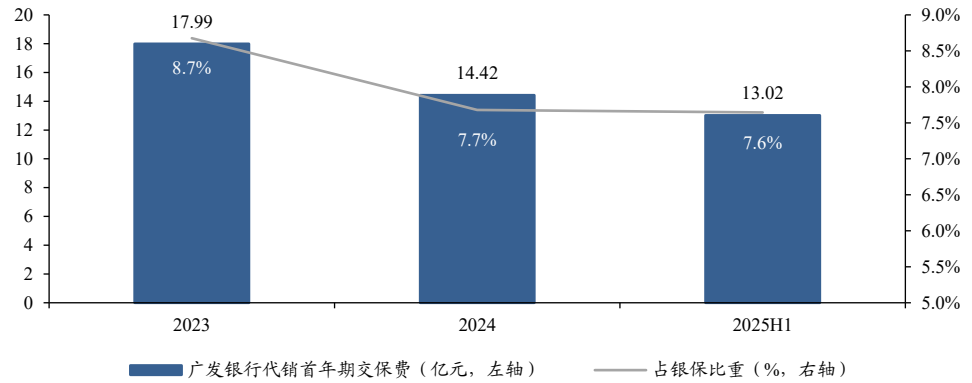


数据来源：13 个精算师，东吴证券研究所

注：以上为银保新单规保口径

**充分发挥综合金融生态圈优势，深化银保协同。**公司充分发挥国寿集团保险、投资、银行三大业务板块协同发展的优势，围绕“一个国寿、一生守护”经营理念，持续丰富综合金融产品服务体系，开展保险协同、保银协同、保投协同等业务。2025 年上半年，公司搭建“鑫续宝”“安鑫付”等保银协同服务场景，联合广发银行开展“小小金融家”“广发开放日”“综金体验日”等客户经营活动，广发银行代理公司银保首年期交保费 13.02 亿元，占银保渠道整体的 7.6%。

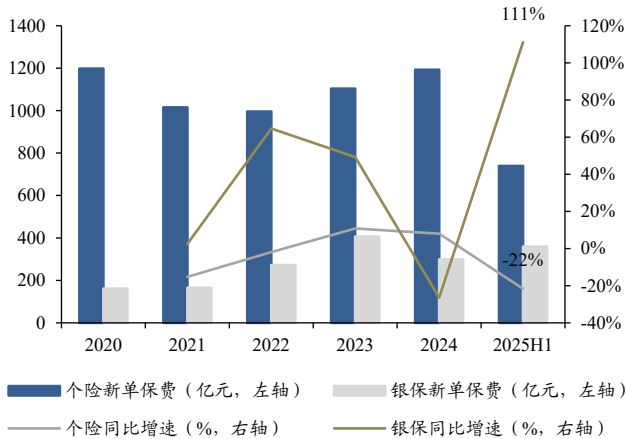
图19: 广发银行代销中国人寿首年期交保费情况



数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

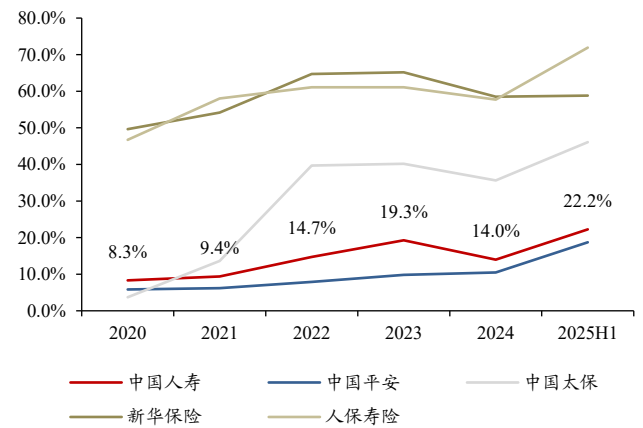
**银保渠道对公司业务增长的贡献显著提升。**近年来随着公司对银保业务重视程度提升, 银保新单及NBV实现快速增长。2021年以来公司银保新单整体增速远高于个险(除2024年受“报行合一”短期影响), 银保渠道在新单保费中占比由2020年的8.3%提升至2025H1的22.2%, 非个险渠道(以银保为主)在NBV中占比从2020年的1.2%大幅提升至2025H1的14.7%。但从横向对比看, 目前国寿银保新单和NBV占比仍处于上市同业中较低水平, 我们认为未来仍有提升空间。

图20: 近年来国寿银保新单保费增速快于个险



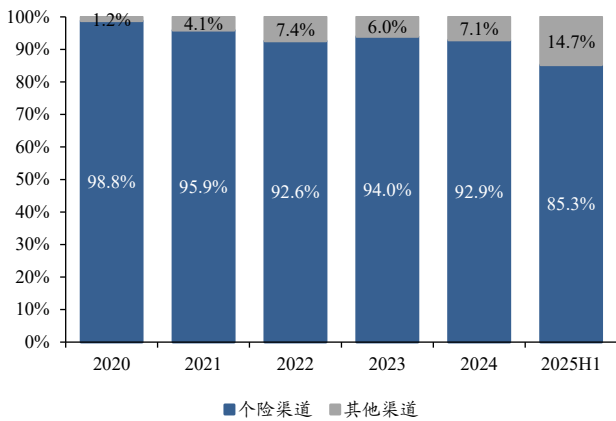
数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

图21: 上市险企银保新单保费占比普遍提升



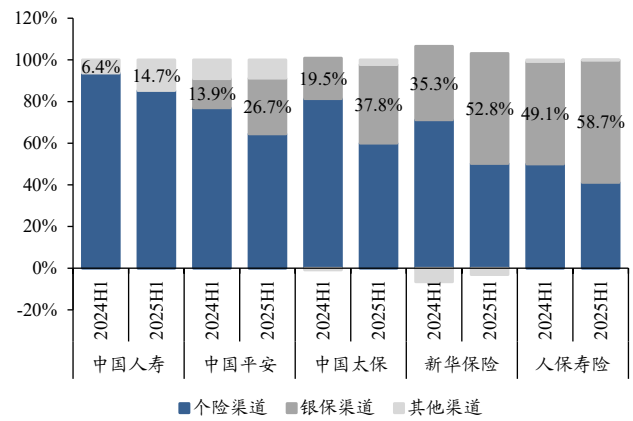
数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

图22：中国人寿非个险渠道 NBV 占比持续提升



数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

图23：2025H1 国寿非个险渠道 NBV 占比仍低于同业

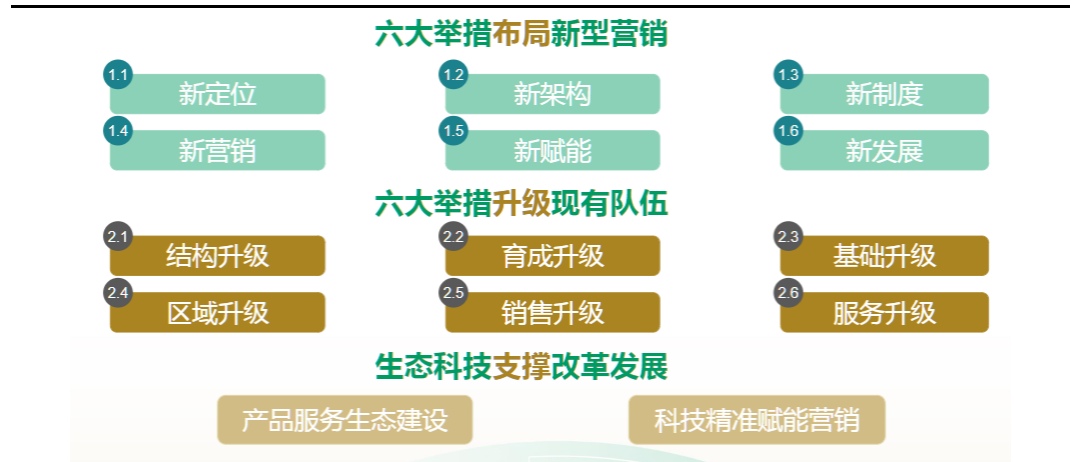


数据来源：上市险企财报，东吴证券研究所

### 2.3.2. 个险：人力规模优势逐步放大，继续深化队伍转型升级

2023 年公司发布个险营销体系改革规划，核心内容包括：1) 六大举措布局新型营销(种子计划)。①队伍定位为“金融保险规划师”，致力于市场细分下的新型营销布局。②队伍管理架构从多层次向扁平化转变，从一人多职向专业专注转变。③制度层面上强调利益倾斜直接创造者、简化利益分配规则、建立产能驱动机制等。④增员环节坚持高标准(一二线城市大学本科)，以公司直招+个人招募相结合的模式发展队伍。2) 六大举措升级现有队伍(强体工程)。①持续推进众鑫计划、队伍 4.0、星级工程，优化队伍产能结构；试点长青计划，促进队伍年龄迭代，优化年龄结构；通过领越计划、腾越计划、蹕越计划分层培训，优化能力结构。②建立“一体化新人育成”运作模式，打造专业化、职业化新人队伍。③升级县域经营，重新定位县域生产单元，将其作为多元销售、综合服务、品牌宣传的窗口。④通过落地常态化客户经营体系，以队伍分层、客户分类、活动分型为原则，形成多功能多平台发展模式。

图24：中国人寿个险营销体系改革内容

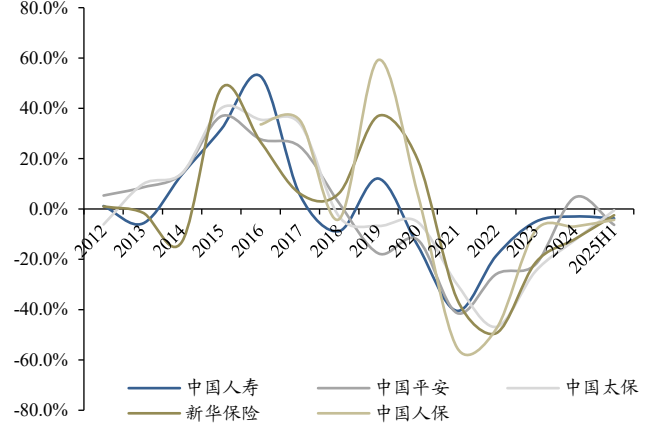
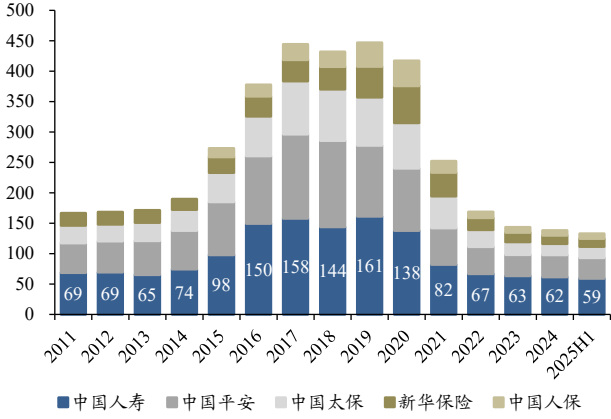


数据来源：中国人寿官网，东吴证券研究所

国寿个险人力规模已企稳。2015 年保险代理人资格考试取消，公司代理人规模迎来快速提升，至 2019 年达到顶峰的 161 万人。此后随着行业“人海战术”模式转型，公司代理人规模持续下滑，但在 2023 年后已经基本企稳，整体稳定在 60 万人上下。

图25: 上市险企代理人规模较高点明显下降 (万人)

图26: 上市险企代理人规模同比降幅已经趋稳

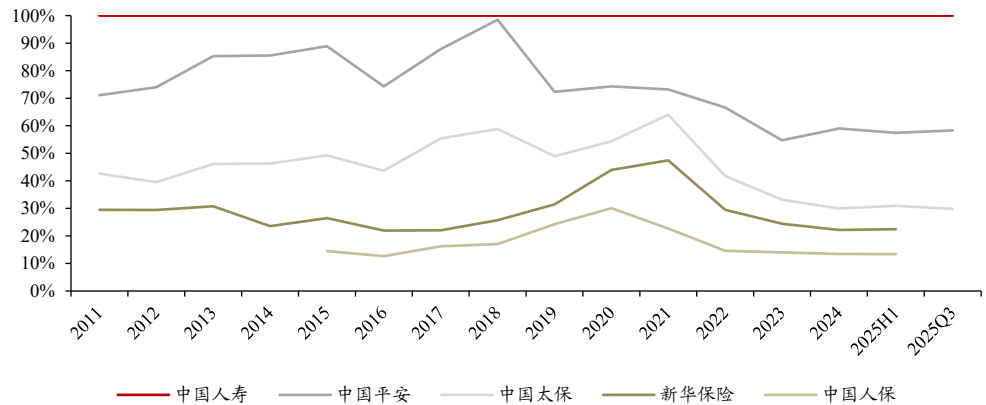


数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

个险人力规模优势愈发凸显, 人均产能处于同业较高水平。从代理人总规模横向比较来看, 随着各公司人力数量的逐步缩减, 国寿队伍规模的相对优势更加明显, 截至 2025H1 末, 平安、太保、新华和人保寿险人力规模分别为国寿的 57%、31%、22%和 13%, 较此前差距明显扩大。同时, 根据我们测算, 2022 年以来国寿代理人人均 NBV 水平保持在同业中较高水平, 从而构建起突出的个险渠道销售优势。

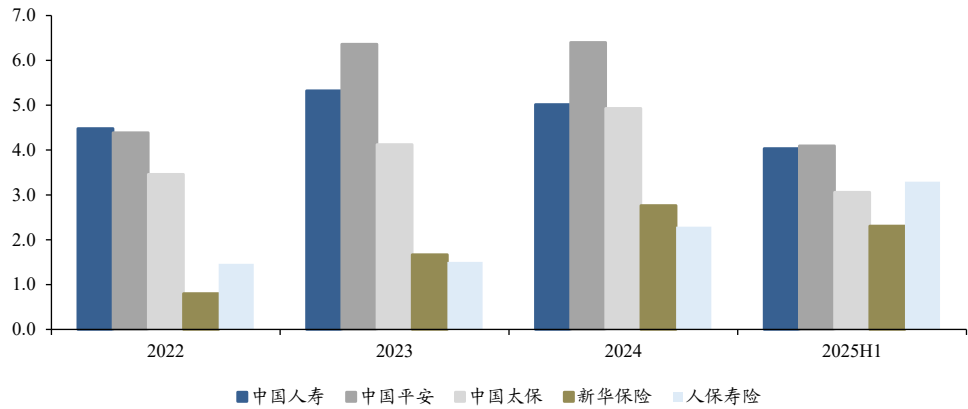
图27: 中国人寿代理人规模较同业优势逐步扩大



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 以上为各公司代理人规模与国寿代理人规模的比值

图28: 中国人寿代理人人均 NBV 处同业中较高水平 (万元/年)



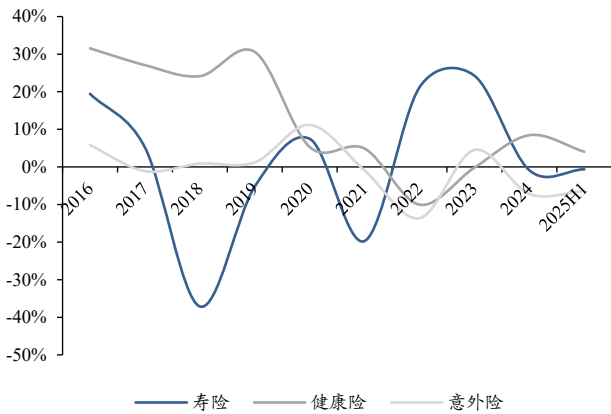
数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所测算

注: 以上均为测算数据, 可能与公司披露数据存在口径差异。

#### 2.4. 产品: 新单结构均衡, 积极推动浮动收益型产品转型

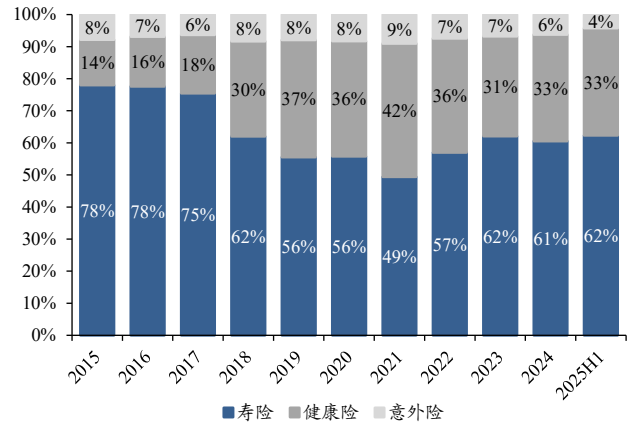
**各类型业务实现均衡发展。**中国人寿聚焦客户需求, 坚持多元化产品供给策略, 为客户提供全生命周期保险保障, 覆盖寿险、健康险、意外险产品。自 2023 年以来, 各产品业务结构基本稳定, 2025H1 寿险、健康险业务新单分别占比 62%和 33%, 2025 年前三季度公司人寿保险、年金保险、健康保险新单保费比重分别为 32.0%、32.5%、31.2%。

图29: 2016 年以来国寿各类型业务保费同比增速



数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

图30: 国寿各类型业务保费占比相对均衡



数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

**积极推动浮动收益产品转型。**中国人寿坚持资产负债统筹管理, 持续丰富面向不同客群的分红型等浮动收益型产品供给。2025 年上半年, 公司个险渠道浮动收益型业务在期交保费中占比超过 50%, 前三季度浮动收益型业务在期交保费中占比较 2024 年同期提升超 45 个百分点。我们认为, 在分红险转型背景下, 客户更加关注保险公司长期经营稳健性和分红水平可靠性, 中国人寿凭借品牌优势可以提升对客户吸引力, 进一步强化竞争优势。

## 2.5. 服务：坚持推动大健康大养老生态建设

中国人寿积极布局康养领域，稳步推进服务体系建设，打造全方位、多层次的健康养老服务生态。

1) 在“保险+健康”方面，整合内外部资源，建设健康管理服务生态。2025H1 公司上线在线问诊等普惠型服务及VIP 增值服务，为客户提供多样化权益及便捷的就医健康服务通道，促进客户健康水平提升；持续研发推广健康保障与健康管理的融合产品，探索推进健康管理服务在城市定制型商业健康保险项目中发挥更大价值；优化健康服务流程管理和关键环节管控，提升健康管理数智化支撑水平，为公司业务发展注入新动力。

2) 保险+养老方面，“国寿嘉园”养老社区是核心服务品牌。“国寿嘉园”是中国人寿旗下的专业养老服务运营品牌，围绕“吃、住、医、护、乐、学、游”的多元化需求，为广大长者提供“医养结合、活力养老、专业照护、候鸟旅居”的一站式综合解决方案，积极推进 CCRC 养老社区、城心养老公寓、康养旅居三大养老产品线布局落地。截至 2025 年中，中国人寿已在北京、天津、苏州、成都、厦门、青岛等，已累计在 15 个城市布局 19 个机构养老项目，推出四款“随心居”旅居产品，研究探索居家养老服务建设，满足客户多元养老需求。

图31：中国人寿养老养生项目全国布局



数据来源：国寿嘉园官网，东吴证券研究所

图32: 中国人寿养老服务配套保险产品情况



数据来源: 中国人寿官网, 东吴证券研究所

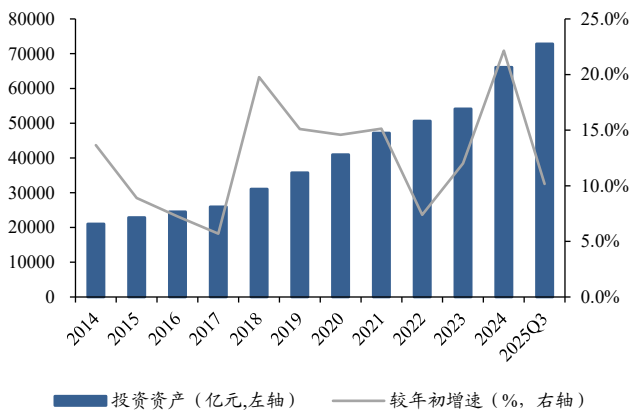
注: 以上产品及数据截至 2023 年 10 月

### 3. 资产端: 新会计准则下权益投资弹性突出

#### 3.1. 投资规模: 投资资产规模突破 7 万亿元

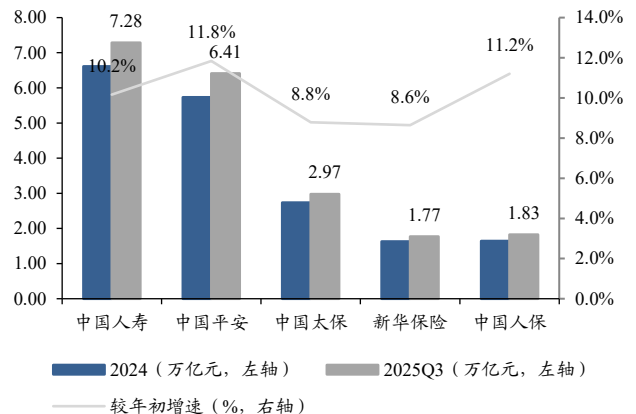
伴随负债端增长, 中国人寿投资资产规模持续提升。2014-2024 年中国人寿投资资产规模由 2.10 万亿元增长至 6.61 万亿元, 年均复合增速高达 12.1%。2025 年 Q3 末, 公司投资资产规模超 7.28 万亿元, 较年初增长 10.2%。

图33: 2025Q3 末中国人寿投资资产规模约 7.3 万亿元



数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

图34: 2025Q3 末上市险企投资资产规模及增速



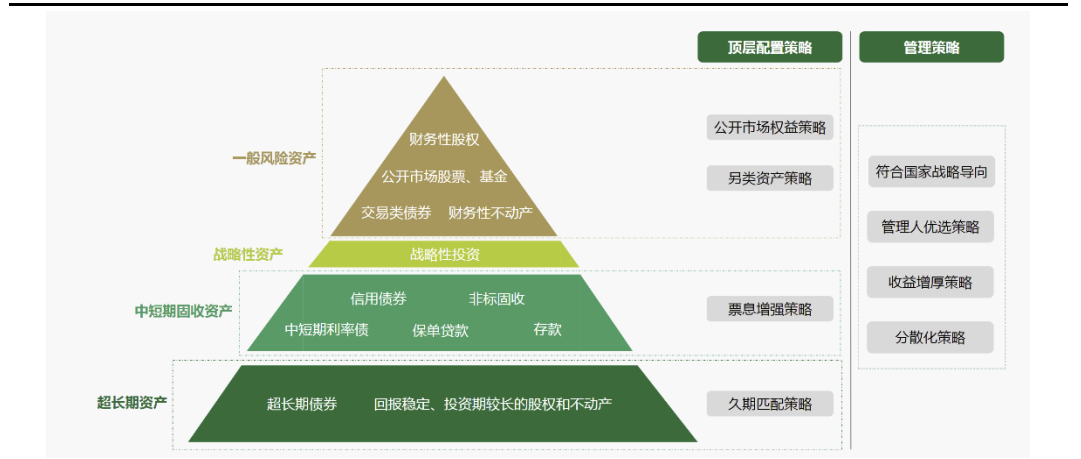
数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

#### 3.2. 资产配置: 2025 年显著加仓二级权益, FVTPL 股票占比高

公司坚持资产负债匹配原则和长期投资、价值投资、稳健投资理念, 保持战略定力, 把握市场机会做好跨周期投资布局, 持续优化资产配置结构。1) 固定收益方面, 灵活调整配置节奏和品种策略, 持续稳固配置底仓。2) 权益投资方面, 稳步推进中长期资金

入市，积极布局新质生产力相关领域，加大优质高股息资产配置力度。3) 另类投资方面，聚焦优质主体和核心资产，创新投资模式，稳定配置规模。

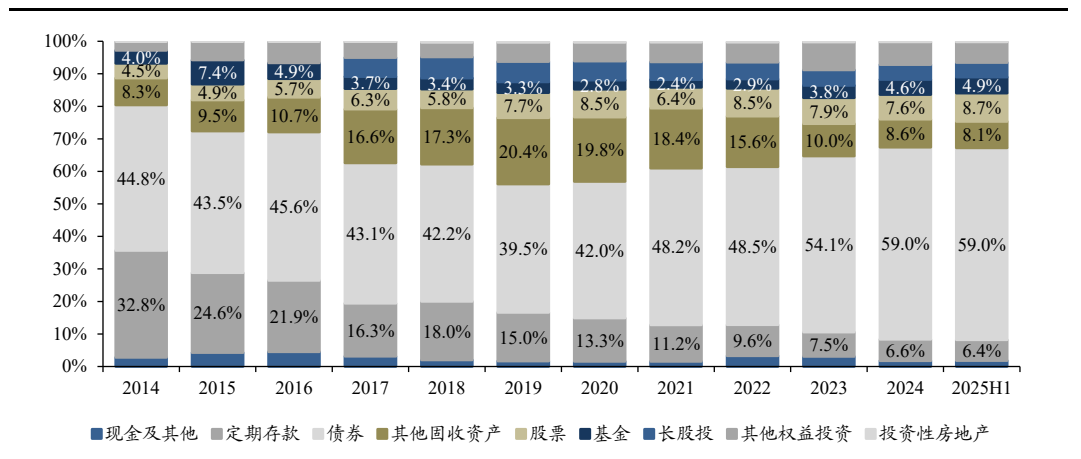
图35: 中国人寿践行稳健的投资理念



数据来源：中国人寿官网，东吴证券研究所

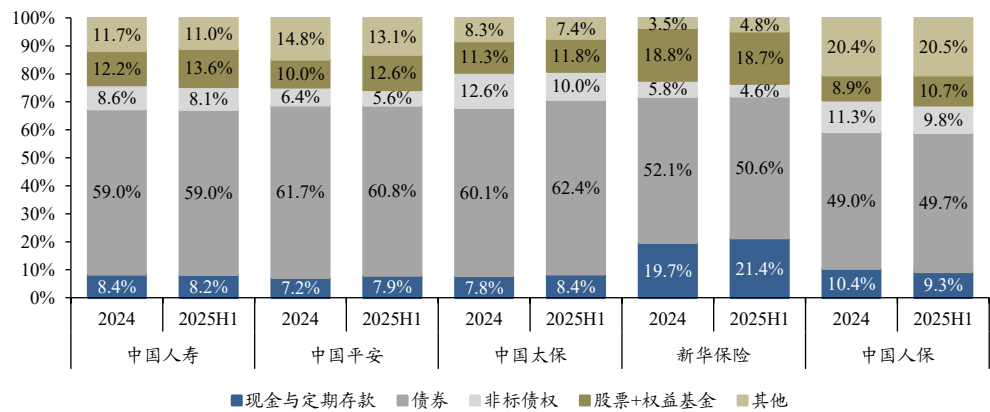
**2025年中国人寿显著提升二级权益投资占比。**从大类资产配置结构看，公司保持了以固收资产为基本盘的配置特点，但内部结构变化明显：**1) 2020年以来持续增配债券减配非标**，债券投资由2019年的39.5%持续提升至2025H1的59.0%，而其他固收资产（非标为主）占比则由2019年的20.4%降至2025H1的8.1%。2023年以来公司大幅增配长久期利率债，我们认为主要是为了拉长资产久期、缩小资产负债久期缺口，但随着国内利率中枢企稳，久期策略开始逐渐转向灵活。**2) 2025年显著提升二级权益投资占比。**在过去历史中公司股票+基金投资占比大多保持在10-12%比重，2025H1则提升至13.6%，较年初提高1.4pct，其中股票占比8.7%，较年初提高1.1pct，基金占比4.9%，较年初提高0.3pct。我们判断在2025年下半年伴随股市上涨以及中长资金持续入市，这一占比可能会进一步提升。从2025H1占比看，国寿股票+基金比例仅低于新华保险（18.7%），高于其他上市同业，但整体差距不大。

图36: 2014年以来中国人寿大类资产配置情况



数据来源：中国人寿财报，东吴证券研究所

图37: 2024-2025H1 中国人寿与上市同业公司资产配置结构对比



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: 国寿、新华和人保的基金数据为整体口径, 包含债基等。

中国人寿 FVTPL 股票占比较高, 权益投资弹性突出。自切换新会计准则以来, 中国人寿 FVTPL 股票占比保持在 A 股 5 家上市险企中较高水平, 2025H1 末高达 77.4%, 仅次于新华保险的 81.2%。此外, 国寿和新华在 2025H1 前已经完成出资鸿鹄基金一、二期规模各 350 亿元, 该部分投资在财务报表中计入长期股权投资, 底层资产预计均为 FVOCI 股票, 若将其合并计入股票, 则国寿、新华 FVTPL 占比分别为 73.2%、69.1%。这一配置风格使得国寿在权益投资方面弹性显著, 在牛市背景下财务投资收益率和净利润的表现更加突出。

表4: 2025H1 中国人寿股票 FVTPL 占比较高

单位: 亿元		规模				占比		
		股票合计	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初增速	FVTPL	FVOCI	FVOCI 较年初变动
中国人寿	2023	4302	4154	148		96.6%	3.4%	
	2024	5011	4409	602	306.8%	88.0%	12.0%	8.6 pct
	<b>2025H1</b>	<b>6201</b>	<b>4799</b>	<b>1403</b>	<b>133.2%</b>	<b>77.4%</b>	<b>22.6%</b>	<b>10.6 pct</b>
中国平安	2023	2921	1170	1751		40.1%	59.9%	
	2024	4374	1742	2632	50.3%	39.8%	60.2%	0.2 pct
	<b>2025H1</b>	<b>6493</b>	<b>2250</b>	<b>4243</b>	<b>61.2%</b>	<b>34.7%</b>	<b>65.3%</b>	<b>5.2 pct</b>
中国太保	2023	1885	1613	271		85.6%	14.4%	
	2024	2551	1790	761	180.5%	70.2%	29.8%	15.4 pct
	<b>2025H1</b>	<b>2831</b>	<b>1874</b>	<b>957</b>	<b>25.9%</b>	<b>66.2%</b>	<b>33.8%</b>	<b>4.0 pct</b>
新华保险	2023	1062	1009	54		95.0%	5.0%	
	2024	1808	1502	306	472.2%	83.1%	16.9%	11.9 pct
	<b>2025H1</b>	<b>1992</b>	<b>1618</b>	<b>374</b>	<b>22.3%</b>	<b>81.2%</b>	<b>18.8%</b>	<b>1.9 pct</b>
中国人保	2023	455	295	160		64.8%	35.2%	
	2024	602	329	273	70.5%	54.6%	45.4%	10.1 pct
	<b>2025H1</b>	<b>946</b>	<b>507</b>	<b>439</b>	<b>60.7%</b>	<b>53.6%</b>	<b>46.4%</b>	<b>1.1 pct</b>

数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

注: ①中国人寿 2023 年数据采用 H 股报告; ②中国人寿与新华保险未包含计入长股投的鸿鹄基金相关投资。

表5: 鸿鹄基金累计三期基金产品情况

试点时间	规模	参与公司	基金管理人	基金名称	产品成立时间	投资方向
2023年10月	500亿元	中国人寿、新华保险各250亿元	国丰兴华(北京)私募基金管理有限公司	鸿鹄志远(上海)私募投资基金有限公司(一期)	2024年2月	(1)上市公司股票,投资方式包括但不限于连续竞价、认购非公开发行股票(A股)/配售(港股)、配股(A股)/供股(港股)、与单一或组合交易对手间的大宗交易或协议转让、可转债优先配售、转融通证券出借等;(2)货币市场基金、银行存款、国债逆回购等现金管理类投资品种。
2025年3月	200亿元	中国人寿、新华保险各100亿元		国丰兴华鸿鹄志远二期私募证券投资基金	2025年5月	中证A500指数成分股中符合条件的大型上市公司A+H股。标的公司应当公司治理良好、经营运作稳健、股息相对稳定、股票流动性相对较好。
2025年5月	400亿元	中国人寿、新华保险各112.5亿元 多家中小险企共计175亿元		国丰兴华鸿鹄志远三期私募证券投资基金1号 国丰兴华鸿鹄志远三期私募证券投资基金2号	2025年7月	

数据来源: 财联社, 东吴证券研究所

### 3.3. 投资收益: 过去十年平均收益率超过4%

过去十年投资收益率水平平均值超过4%。2015-2024年中国人寿平均净、总投资收益率分别为4.3%和4.7%, 高于当前长期投资回报4.0%的假设。

从净投资收益率看, 目前公司仍然处于下行趋势当中, 与同业趋势基本一致。我们认为, 由于目前国内利率水平仍然偏低、资产荒压力依然存在, 公司存量资产逐步到期、新增固收投资收益率逐步下降, 未来净投资收益率仍有继续下降空间。但是伴随公司逐步提升对高股息资产的配置力度, 对未来净投资收益率也会产生一定支撑作用。

表6: 2015年以来上市险企净投资收益率情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	十年平均	标准差	25H1	同比(pct)
中国人寿	4.3%	4.6%	4.9%	4.6%	4.6%	4.3%	4.4%	4.0%	3.7%	3.5%	4.3%	0.4%	2.8%	-0.3
中国平安	5.8%	6.0%	5.8%	5.2%	5.2%	5.1%	4.6%	4.7%	4.2%	3.8%	5.0%	0.7%	3.6%	-0.4
中国太保	5.2%	5.4%	5.4%	4.9%	4.9%	4.7%	4.5%	4.3%	4.0%	3.8%	4.7%	0.5%	3.4%	-0.2
新华保险	4.9%	5.1%	5.1%	5.0%	4.8%	4.6%	4.3%	4.6%	3.4%	3.2%	4.5%	0.6%	3.0%	-0.2
中国人保	5.5%	5.7%	5.5%	5.5%	5.3%	5.0%	4.8%	5.1%	4.5%	3.9%	5.1%	0.5%	3.7%	-0.1

数据来源: 上市险企历年财报, 东吴证券研究所

注: 由于各公司投资收益率计算方法存在差异, 以上数据不宜直接横向对比, 仅供参考; 平安和太保2025H1数据经过简单年化(\*2)。

从总投资收益率看, 中国人寿历史表现稳定性强, 新准则下波动可能加剧。从近十年维度来看, 国寿的总投资收益率均值低于同业, 但波动率相对较低, 我们认为主要是由于此前二级权益配置比例相对较低的影响。2025年前三季度公司年化总投资收益率

6.42%，同比提升 1.04pct，主要受益于股市走强。在执行新会计准则后，公司 FVTPL 股票占比较高，预计未来波动性将有所提升。

表7：2015 年以来上市险企总投资收益率情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	十年平均	标准差	25H1	同比 (pct)
中国人寿	6.2%	4.6%	5.2%	3.3%	5.2%	5.3%	5.0%	3.9%	2.6%	5.5%	4.7%	1.1%	3.3%	-0.3
中国平安	7.8%	5.3%	6.1%	3.7%	6.9%	6.2%	4.0%	2.4%	3.0%	4.5%	5.0%	1.7%	3.7%	-0.7
中国太保	7.3%	5.2%	5.4%	4.6%	5.4%	5.9%	5.7%	4.2%	2.6%	5.6%	5.2%	1.2%	4.6%	-0.8
新华保险	7.5%	5.1%	5.2%	4.6%	4.9%	5.5%	5.9%	4.3%	1.8%	5.8%	5.1%	1.4%	5.9%	1.1
中国人保	7.3%	5.8%	5.9%	4.9%	5.4%	5.8%	5.8%	4.6%	3.3%	5.6%	5.4%	1.0%	5.1%	1.0

数据来源：上市险企历年财报，东吴证券研究所

注：由于各公司投资收益率计算方法存在差异，以上数据不宜直接横向对比，仅供参考；平安和太保 2025H1 数据经过简单年化 (\*2)。

## 4. 投资建议：估值依然偏低，H 股折价明显

### 4.1. 自由流通盘较小，在板块周期向上时具有更高弹性

自由流通市值小，股价相对收益显著。相较于其他上市同业，中国人寿 A 股属于小自由流通市值股票。截至 2026 年 3 月 13 日，中国人寿 A 股自由流通市值仅 629 亿元左右，自由流通股本 15 亿股，仅占总股本的 5.3%。我们认为，更小的自由流通市值，通常更容易在板块周期向上背景下体现出更强的股价弹性。

表8：中国人寿自由流通市值占比较小（截至 2026.03.13）

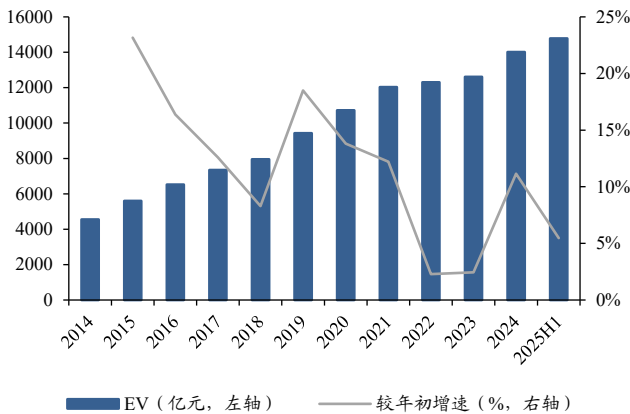
	总股本（亿股）	可流通股本（亿股）	自由流通股本（亿股）	股价（元）	自由流通市值（亿元）	自由流通股本占总股本
中国人寿	282.65	208.24	15.00	41.93	628.95	5.3%
中国平安	181.08	106.60	96.97	61.20	5934.78	53.6%
中国太保	96.20	68.45	30.33	39.17	1187.93	31.5%
新华保险	31.20	20.85	7.02	70.80	497.37	22.5%
中国人保	442.24	354.98	29.86	8.46	252.58	6.8%

数据来源：wind，东吴证券研究所

### 4.2. EV 可靠性提升，当前估值仍然偏低

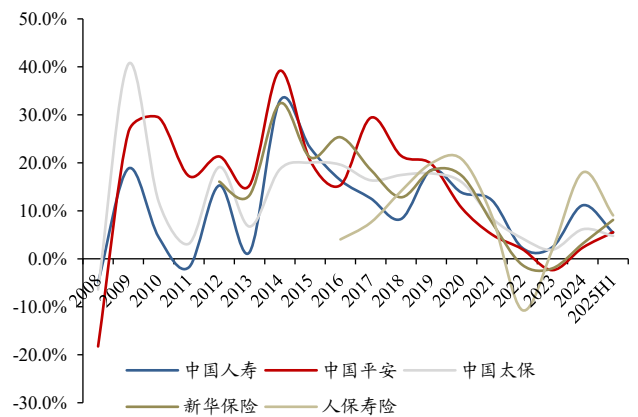
2014-2024 年中国人寿 EV 年均复合增速约 12%。中国人寿 EV 规模由 2014 年的 4549 亿元增长至 2024 年的 14011 亿元，连续正增长，年均复合增速达 11.9%，四家主要上市寿险公司增速普遍在 11%-13% 之间。2022-2023 年公司 EV 增速较低，主要是受新业务价值贡献减弱、投资偏差负贡献以及精算假设调整等因素影响，2024 年 EV 增速重回 10% 以上，2025H1 末 EV 达到 14778 亿元，较年初增长 5.5%。

图38: 2014年以来中国人寿 EV 连续正增长



数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

图39: 上市险企 EV 较年初增速走势对比



数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

**持续的精算假设调整压实公司 EV 评估结果可靠性。**由于国内利率持续走低, 2023-2024 年上市险企连续两年调整 EV 评估精算假设, 自 2024 年年报起中国人寿采用长期投资回报假设 4.0% 和风险贴现率 8% (分红/万能 7.2%) 作为 EV 评估的假设前提, 与同业公司假设的区别明显缩小。我们认为, 持续的精算假设调整已经压实了公司 EV 评估结果, 以此作为估值基础的可靠性提升, 与同业之间的可比性也有所提高。

表9: 上市险企 EV 精算假设调整情况

公司	长期投资回报假设			风险贴现率		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
中国人寿	5.0%	4.5%	4.0%	10.0%	8.0%	传统险 8%, 分红/万能 7.2%
中国平安				11.0%	9.5%	传统险 8.5%, 分红/万能 7.5%
中国太保				11.0%	9.0%	8.5%
新华保险				11.0%	9.0%	8.5%
人保寿险				10.0%	9.0%	8.5%
中国太平				11.0%	9.0%	8.5%
阳光保险				11.0%	9.5%	8.5%

数据来源: 上市险企财报, 东吴证券研究所

**当前国寿估值仍然偏低。**考虑到当前市场对于保险公司长期投资回报假设 4.0% 仍有一定质疑, 我们以公司 2025H1 数据为基础, 测算不同假设组合下的 EV 结果及 PEV 估值。可以看到, 在保持风险贴现率不变 (8.0%)、长期投资回报假设降至 3.5% 的情况下, A、H 股分别对应静态 PEV 0.9 倍、0.6 倍, 仍然偏低。

表10: 中国人寿 EV 精算假设调整情况 (百万元)

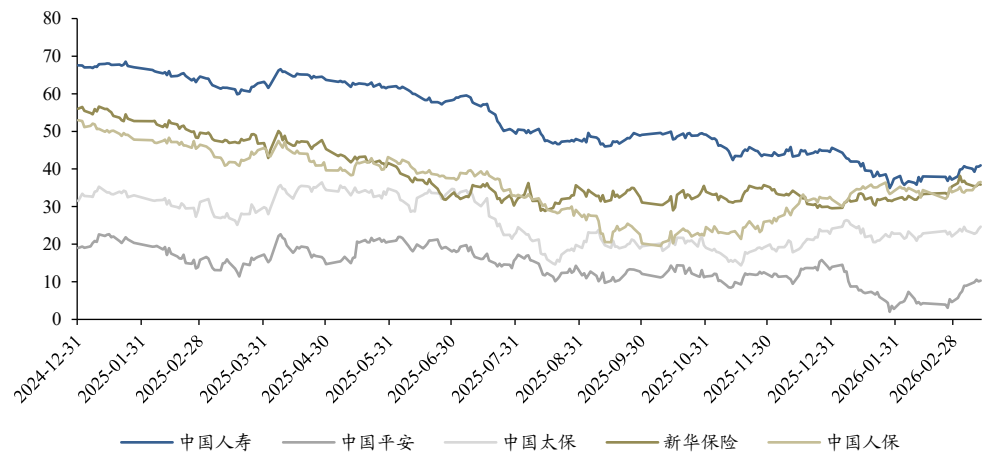
假设情况		NBV	VIF	EV	A 股 PEV	H 股 PEV
当前假设 (长期投资回报 4.0%, 风险贴现率 8.0%)		28546	528627	1477827	0.80	0.54
风险贴现率 8.0%	长期投资回报 3.5%	22837	360682	1309882	0.90	0.61
	较当前变动	-20.0%	-31.8%	-11.4%	-	-
	长期投资回报 3.0%	17129	192737	1141937	1.04	0.70
	较当前变动	-40.0%	-63.5%	-22.7%	-	-
风险贴现率 7.5%	长期投资回报 3.5%	24244	393232	1342432	0.88	0.59
	较当前变动	-15.1%	-25.6%	-9.2%	-	-
	长期投资回报 3.0%	18536	225287	1174487	1.01	0.68
	较当前变动	-35.1%	-57.4%	-20.5%	-	-

数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所

注: PEV 估值按照 2026.03.13 收盘市值/2025H1 末 EV 计算得到

国寿 AH 股价差逐步收窄, 当前折价幅度依然较大。长期以来, H 股保险股估值低于 A 股, 主要受 H 股市场整体估值较低影响, 而在 2025 年港股牛市背景下, AH 保险股价差逐步收窄, 国寿 H 股较 A 股折价幅度由 2024 年末的 68% 降至 2026 年 3 月 13 日的 41%, 但是仍然有相当幅度的折价, 并且高于其他上市同业, 相对而言 H 股更具估值性价比。

图40: 中国人寿 H 股较 A 股折价幅度仍然较大 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 上图将折价水平以正数形式展示, 例如 20% 代表 H 股股价较 A 股低 20%。

### 4.3. 盈利预测&投资建议

对于寿险公司, 以 PEV 估值方法为核心, 因此我们主要预测中国人寿未来内含价值增长情况。

假设: 2025-2027 年, 1) 期初内含价值的预计回报率均为 7.5%。2) NBV 增速分别

为+36%、+20%、+14%。3) 股东分红/归母净利润比例为 20%。4) 2025 年给予投资回报差异 3%正面贡献, 2026-2027 年假设及模型变动、市场价值调整影响、投资回报差异和营运经验差异均为 0。

测算结果: 2025-2027 年, 中国人寿期末内含价值分别为 15622 亿元、16999 亿元、18527 亿元 (前值分别为 14888/15892/17010 亿元), 同比增加 11.5%、8.8%和 9.0%, 对应每股内含价值分别为 55.3 元、60.1 元、65.6 元。

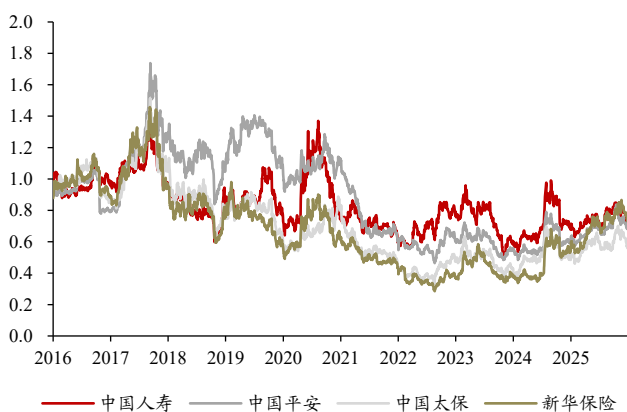
表11: 中国人寿内含价值测算 (百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
寿险业务期初内含价值	1230519	1260566	1401145	1562193	1699941
年初内含价值的预计回报	83473	99809	105086	117164	127496
新业务价值创造	36860	33709	45709	54790	62529
投资回报差异	-73807	64061	42034	-	-
股东分红	-13850	-17807	-31781	-34206	-37305
其他变动	-2629	-39193	-	-	-
期末内含价值	1260566	1401145	1562193	1699941	1852661
每股内含价值 (元)	44.60	49.57	55.27	60.14	65.55
YoY	2.4%	11.2%	11.5%	8.8%	9.0%

数据来源: 中国人寿财报, 东吴证券研究所预测

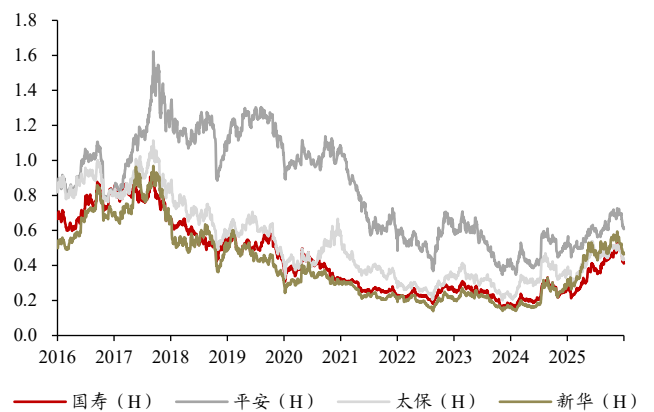
估值仍低, 维持“买入”评级。截至 2026 年 3 月 13 日收盘, 公司 A、H 股价分别对应 0.70x 和 0.41x 2026E PEV, 分别处于近十年估值的 22%、53%分位水平。我们认为公司作为寿险行业龙头, 在周期向上背景下竞争优势稳固, 负债端延续较快增长叠加投资端弹性较大, 继续看好公司长期业绩增长与经营稳健性, 维持“买入”评级。

图41: 上市险企 A 股 PEV 走势 (倍, 截至 2026.03.13)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图42: 上市险企 H 股 PEV 走势 (倍, 截至 2026.03.13)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

表12: 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格(元)	EV(元)				1YrVNB(元)			
A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安(601318)	61.20	76.77	78.56	85.00	90.27	1.72	1.58	2.15	2.86
中国人寿(601628)	41.93	44.60	49.57	55.27	60.14	1.30	1.19	1.62	1.94
新华保险(601336)	70.80	80.30	82.85	89.75	98.08	0.97	2.00	2.96	3.40
中国太保(601601)	39.17	55.04	58.42	63.14	68.35	1.14	1.38	1.75	2.31
中国人保(601319)	8.46	6.92	7.89	9.21	10.85	0.15	0.26	0.40	0.47
证券简称	价格	P/EV(倍)				VNBX(倍)			
A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安(601318)	61.20	0.80	0.78	0.72	0.68	-9.07	-11.02	-11.07	-10.17
中国人寿(601628)	41.93	0.94	0.85	0.76	0.70	-2.05	-6.41	-8.25	-9.40
新华保险(601336)	70.80	0.88	0.85	0.79	0.72	-9.80	-6.01	-6.41	-8.02
中国太保(601601)	39.17	0.71	0.67	0.62	0.57	-13.93	-13.97	-13.71	-12.65
中国人保(601319)	8.46	1.22	1.07	0.92	0.78	10.50	2.20	-1.87	-5.04
证券简称	价格	EPS(元)				BVPS(元)			
A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安(601318)	61.20	4.73	6.99	7.35	8.59	49.65	51.28	53.82	57.92
中国人寿(601628)	41.93	1.63	3.78	5.62	6.05	16.88	18.03	21.53	24.85
新华保险(601336)	70.80	2.79	8.41	13.07	12.00	33.68	30.85	32.82	34.99
中国太保(601601)	39.17	2.83	4.67	5.39	6.04	25.94	30.29	32.29	35.91
中国人保(601319)	8.46	0.51	0.97	1.27	1.38	5.48	6.08	6.79	7.56
证券简称	价格	P/E(倍)				P/B(倍)			
A股	人民币	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
中国平安(601318)	61.20	12.94	8.75	8.33	7.13	1.23	1.19	1.14	1.06
中国人寿(601628)	41.93	25.66	11.08	7.46	6.93	2.48	2.33	1.95	1.69
新华保险(601336)	70.80	25.35	8.42	5.42	5.90	2.10	2.29	2.16	2.02
中国太保(601601)	39.17	13.83	8.38	7.27	6.48	1.51	1.29	1.21	1.09
中国人保(601319)	8.46	16.43	8.73	6.69	6.13	1.54	1.39	1.25	1.12

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测(基于2026年3月13日收盘价)

## 5. 风险提示

- 1) 长端利率趋势性下行:** 受经济环境承压影响, 长端利率可能长期位于下行通道中, 保险公司利差损风险增大。
- 2) 权益市场波动:** 权益市场向下波动风险可能会导致保险公司投资收益受到负面影响, 进而致使公司净利润产生波动。
- 3) 新单保费承压:** 资本市场波动、同业竞争加剧等因素可能影响保险公司新单保费收入。

## 中国人寿财务预测表

主要财务指标 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标 (元)</b>					保险服务收入	208161	212129	223278	235235
每股收益	3.78	5.62	6.05	6.60	利息收入	120958	136690	147093	158861
每股净资产	18.03	21.53	24.85	28.66	投资收益	70378	80660	92677	107302
每股内含价值	49.57	55.27	60.14	65.55	公允价值变动损益	118160	158382	170376	179229
每股新业务价值	1.19	1.62	1.94	2.21	其他收入	10910	11128	11351	11578
<b>价值评估 (倍)</b>					<b>营业收入</b>	<b>528567</b>	<b>598989</b>	<b>644775</b>	<b>692204</b>
P/E	11.08	7.46	6.93	6.35	保险服务费用	180544	183897	193140	203048
P/B	2.33	1.95	1.69	1.46	分出保费的分摊	5071	5168	5439	5731
P/EV	0.85	0.76	0.70	0.64	承保财务损益	209952	220450	242495	261894
VNBX	-6.41	-8.25	-9.40	-10.68	其他支出	17400	19583	20918	22297
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>营业支出</b>	<b>412967</b>	<b>429098</b>	<b>461992</b>	<b>492970</b>
净投资收益率	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%	税前利润	115600	169891	182783	199235
总投资收益率	5.5%	5.5%	5.5%	5.6%	所得税	-6273	-8474	-9118	-9939
净资产收益率	21.0%	26.1%	24.3%	23.0%	净利润	108940	161010	173239	188847
总资产收益率	1.6%	2.2%	2.2%	2.2%	归属于母公司股东的净利润	106935	158905	171028	186526
<b>盈利增长 (%)</b>					少数股东损益	2005	2105	2211	2321
净利润增长率	131.6%	48.6%	7.6%	9.1%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
内含价值增长率	11.2%	11.5%	8.8%	9.0%	现金及存款投资	524974	566972	612330	661316
新业务价值增长率	-8.5%	35.6%	19.9%	14.1%	交易性金融资产	1908098	2060746	2225606	2403654
<b>偿付能力充足率 (%)</b>					债权投资	196754	212494	229494	247853
核心偿付能力充足率	153%	155%	156%	158%	其他债权投资	3458895	3735607	4034455	4357212
综合偿付能力充足率	208%	209%	211%	212%	其他权益工具投资	171817	185562	200407	216440
<b>内含价值 (百万元)</b>					长期股权投资	302077	326243	352343	380530
调整后净资产	709548	745025	782277	821391	其他资产	206931	218762	231303	244599
有效业务价值	691597	817167	917665	1031270	<b>资产总计</b>	<b>6769546</b>	<b>7306386</b>	<b>7885937</b>	<b>8511604</b>
内含价值	1401145	1562193	1699941	1852661	保险合同负债	5825026	6292816	6607830	6938221
一年新业务价值	33709	45709	54790	62529	卖出回购金融资产款	151564	162189	173962	186528
核心内含价值回报率 (%)	9.46%	9.46%	9.92%	10.05%	应付债券	35194	37661	40395	43313
<b>寿险新业务保费 (百万元)</b>					其他负债	236514	193661	349481	521662
新业务合计	214172	225848	263714	295932	<b>负债总计</b>	<b>6248298</b>	<b>6686327</b>	<b>7171668</b>	<b>7689724</b>
新业务保费增长率 (%)	1.59%	5.45%	16.77%	12.22%	实收资本	28265	28265	28265	28265
					归属于母公司股东权益	509674	608398	702517	810032
					少数股东权益	11573	11660	11752	11848
					<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6769546</b>	<b>7306386</b>	<b>7885937</b>	<b>8511604</b>

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>