

中国人寿 (601628.SH) 产品多元化转型效果突出，分红连续两年实现高增

2026年03月26日

——中国人寿 2025 年年报点评

投资评级：买入（维持）

高超（分析师）

张恩琦（联系人）

gaochao1@kysec.cn

zhangenqi@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790125080012

日期	2026/3/25
当前股价(元)	39.49
一年最高最低(元)	51.92/33.61
总市值(亿元)	11,161.73
流通市值(亿元)	8,223.21
总股本(亿股)	282.65
流通股本(亿股)	208.24
近3个月换手率(%)	5.35

● 产品多元化转型效果突出，分红连续两年实现高增

2025年公司归母净利润1541亿元，同比+44%，4季度单季归母净利润-137.3亿元，环比转亏。利源拆分看：**（1）保险服务业绩**：全年649亿，同比+132%，受益于利率抬升下VFA项下保单保险服务费用减少。4季度单季-2.7亿，预计受利率波动影响。**（2）投资服务业绩**：全年1318亿，同比+32%，受益于股市上涨。4季度单季-155亿，主要受公允价值变动环比转亏至-731亿拖累，预计股市和债市调整带来压力。期末EV 1.47万亿，较年初+4.8%，增速较低受市场价值和其他调整-962亿拖累，长端利率上行造成资产端债券重估价值下降。加回分红后，年末公司归母净资产较年初+21%，较Q3环比-3.7%。我们预测2026-2028年NBV分别同比+19.0%/+14.0%/+13.0%，对应EV同比分别为+11.4%/+11.9%/+11.9%。考虑资分红险转型和资本市场波动的影响，我们上调2026年、2027年归母净利润预测分别为1680/1776亿（前值为1516/1575亿），新增2028年归母净利润预测为1870亿元，分别同比+9.0%/+5.8%/+5.3%，对应PEV分别为0.7/0.6/0.5倍，年报公布拟全年分红0.856元/股，同比+32%，当前股价对应静态股息率2.2%，看好公司投资端权益弹性，中长期负债端有望保持良性增长，维持“买入”评级。

● 银保渠道拉动全年新单高增，产品多元化转型见效

（1）2025年总保费7299亿，同比+8.7%，新单保费2341亿元，同比+9.3%，主要受银保新单高增驱动。全年NBV达成458亿，同比+36%，价值率提升明显，受益于预定利率调降和产品结构优化，全年NBV增速略低于前3季度，预计受分红险占比提升和新单增速边际放缓影响。**（2）个险渠道**：总保费5518亿，同比+4.3%，其中新单保费1095亿，同比-8.1%。NBV达成393亿元，同比+25.5%。2025年渠道分红险业务实现快速增长，占个险渠道首年期交保费的比重跃升至近60%，成为新单重要支撑。期末个险销售人力为58.7万人，同比-4.6%，队伍质态不断改善，优增人力同比增长40%，新生力量不断壮大。**（3）银保渠道**：总保费1109亿，突破千亿元大关，同比+45.5%；新单保费585.1亿，同比+95.7%，其中分红险新单保费占比同比提升约15pct；首年期交保费264.8亿，同比+41.0%。合作银行数量超百家，新单出单网点7.7万个，同比+25.9%。

● 显著增配权益拉动总投资收益，净投资收益延续承压

2025年公司投资资产达7.42万亿，同比+12%，固收类资产占比同比-3.8pct，股票和基金配置比例达16.9%，较6月末的13.6%提升3.3pct，较年初12.22%明显提升。2025全年实现净投资收益1938亿，同比-1%，总投资收益3877亿，总投资收益为6.09%，同比+0.59pct，增配权益资产对投资收益起到一定带动作用。

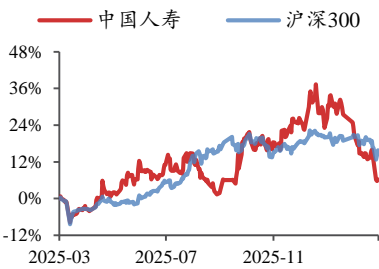
● **风险提示**：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端表现不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
保费服务收入(百万元)	208,161	214,136	224,843	234,961	245,534
YOY	-2.0%	2.9%	5.0%	4.5%	4.5%
内含价值(百万元)	1,401,146	1,467,876	1,635,822	1,831,219	2,048,696
YOY	11.2%	4.8%	11.4%	11.9%	11.9%
新业务价值(百万元)	33,709	45,752	54,445	62,067	70,136
YOY	-8.5%	35.7%	19.0%	14.0%	13.0%
归母净利润(百万元)	106,935	154,078	167,962	177,624	187,001
YOY	108.9%	44.1%	9.0%	5.8%	5.3%
P/B	2.19	1.88	1.62	1.40	1.22
P/EV	0.80	0.76	0.68	0.61	0.54

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《把握股市机遇，业绩和NBV增速均明显扩张——中国人寿2025年3季报点评》-2025.10.31

《2季度负债端改善明显，投资端进一步增配权益——中国人寿2025年半年报点评》-2025.8.28

《业绩增长超预期，分红险转型成效明显——中国人寿2025年一季报点评》-2025.4.30

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
投资资产	6,611,071	7,423,705	8,388,787	9,479,329	10,522,055
分出再保险资产	30,738	30,014	35,706	39,991	44,790
递延所得税资产	40,026	34,431	35,000	35,000	35,000
其他资产	87,711	102,854	30,133	-58,233	19,017
资产总计	6,769,546	7,591,004	8,489,626	9,496,087	10,620,862
卖出回购金融资产款	151,564	331,863	365,049	401,554	441,710
长期借款	12,693	50	50	50	50
保险合同负债	5,825,026	6,376,114	7,141,248	7,998,197	8,957,981
分出再保险合同负债	160	312	312	312	312
其他负债	258,855	274,272	278,118	282,820	287,756
负债合计	6,248,298	6,982,611	7,784,777	8,682,933	9,687,809
归属于母公司所有者					
权益合计	509,675	595,205	689,002	794,872	912,075
少数股东权益	11,573	13,188	15,847	18,282	20,978

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	528,567	615,678	652,685	706,743	741,812
保险服务收入	208,161	214,136	224,843	234,961	245,534
总投资收益	309,496	390,050	415,637	459,029	482,953
其他业务收入	10,910	11,492	12,206	12,753	13,325
营业支出	412,967	433,680	472,089	513,752	538,648
保险服务费用	180,544	148,736	153,924	159,773	164,508
分出保费的分摊	5,071	5,750	5,951	6,177	6,251
减：摊回保险服务费用	-5,449	-5,248	-5,431	-5,637	-5,804
承保财务损益	209,952	258,858	289,921	324,711	363,677
减：分出再保险财务损益	-671	-655	-870	-974	-1,091
财务费用	4,200	4,158	4,158	4,158	4,158
其他业务成本	19,320	22,081	22,697	23,596	4,768
营业利润	115,600	181,998	180,596	192,990	203,164
加：营业外收入	35	47	47	47	47
减：营业外支出	-422	-416	-416	-416	-420
利润总额	115,213	181,629	180,227	192,621	202,791
减：所得税	-6,273	-25,077	-9,011	-11,557	-12,167
净利润	108,940	156,552	171,215	181,064	190,623
少数股东损益	2,005	2,474	3,253	3,440	3,622
归属于母公司所有者的净利润	106,935	154,078	167,962	177,624	187,001

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力 (%)					
营业收入同比增长	30.50%	16.48%	6.01%	8.28%	4.96%
保险服务收入同比增长	-2.02%	2.87%	5.00%	4.50%	4.50%
新业务价值同比增速	-8.5%	35.7%	19.0%	14.0%	13.0%
归母净利润同比增长	108.92%	44.09%	9.01%	5.75%	5.28%
归母净资产同比增长	55.49%	16.78%	15.76%	15.37%	14.74%
获利能力 (%)					
ROE	20.90%	25.73%	24.29%	22.27%	20.43%
ROA	1.61%	2.06%	2.02%	1.91%	1.79%
ROEV	7.78%	10.67%	10.47%	9.89%	9.30%
价值数据 (百万元)					
新业务价值	33,709	45,752	54,445	62,067	70,136
内含价值	1,401,146	1,467,876	1,635,822	1,831,219	2,048,696
每股指标 (元)					
每股收益	3.78	5.45	5.94	6.28	6.62
每股净资产	18.03	21.06	24.38	28.12	32.27
每股内含价值	49.57	51.93	57.87	64.79	72.48
估值比率					
P/B	2.19	1.88	1.62	1.40	1.22
P/EV	0.80	0.76	0.68	0.61	0.54

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn