



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月10日

相关研究

【兴证非银】中国人寿：净利润及 NBV 增速超预期，分红险转型成效显著-2025.11.11

分析师：唐亮亮

S0190523080002

tangliangliang@xyzq.com.cn

中国人寿(601628.SH)

2025Q4 单季度受投资拖累亏损超百亿，分红险转型成效显著

投资要点

- 总览：整体表现基本符合预期。1) 2025 年归母净利润同比+44.1%至 1541 亿元，略低于预期；其中 Q4 单季度归母净利润亏损 137 亿元，同期为盈利 24 亿元（4 季度所得税较同期减少 14%，并非拖累而是正向贡献）。亏损主要系 4 季度总投资收益同比下降 59% 所致（其中 4 季度公允价值变动损益为-731 亿，预计 TPL 股票和债券市值下跌是主因）。归母净资产相比年初+16.8%，符合预期。2) NBV 同比+35.7%，略低于预期，增长主要得益于个险渠道 NBVM 同比+9.3pct 及银保渠道新单增长，增速放缓可能因价值率较低的分红险占比持续提升。3) 存量 CSM 较年初+3.5%；新增 CSM 同比-8%，负增长主要受市场利率变化影响。4) EV 较年初+4.8%，低于预期，市场价值及其他调整-962 亿是主要拖累，预计主要因利率上行导致债券市值下跌。内含价值经济假设中仅所得税假设调整，投资收益中豁免所得税比例调整为 20%（原假设为 17%开始逐步递增至 21%后不变）。5) DPS 同比+31.7%，符合预期。
- 代理人量稳质提，银保渠道延续高增长。1) 总保费收入 7299 亿元，同比+8.7%。新单保费同比+9.3%，续期保费同比+8.4%。十年期及以上首年期交保费占首年期交保费比重为 45%，个险十年期及以上首年期交保费占首年期交保费比重为 58.5%，业务可持续发展能力持续增强。2) 代理人渠道新单同比-8.1%，队伍规模 58.7 万人，较年初-4.6%，队伍规模小幅萎缩；队伍优增人力同比提升 40%，“种子计划”在前期改革基础上持续深耕，新型营销模式试点有序推进。价值率提升带动个险渠道新业务价值同比+25.5%，占比同比-7pct 至 86%。3) 银保渠道新单保费同比+95.7%，首年期交保费同比+41%，续期保费同比+13.1%，银保渠道客户经理 2.0 万人，人均产能同比+53.7%。4) 业务结构进一步改善，分红险转型效果显著。个险渠道分红险占首年期交保费比重提升至近 60%，首年期交前五大产品占比同比-10pct；银保渠道分红险新单占比约同比+15pct，业务结构不断优化。5) 保险服务费用受益于利率上行以“报行合一”持续优化，同比-17.6%，带动保险服务业绩同比+136.8%。
- 持续加仓权益，投资业绩表现亮眼。1) 总投资资产较 24 年底+12.3%至 7.4 万亿元。2) 投资组合中债券占比同比-1.7pct 至 57.4%，股票占比提升 3.7pct 至 11.3%；核心权益（股票+基金）占比同比+4.7pct 至 16.9%，OCI 股票占比同比+2.2pct 至 3.1%，OCI 股票占总股票比例较年初+15.8pct 至 27.8%。3) 净投资收益 1938 亿，同比-1.0%，估算 NII 同比-0.4pct 至 3.0%；总投资收益 3877 亿，同比+25.8%，TII 同比+0.59pct 至 6.09%。4) 估算其他权益工具投资涨幅约为-0.15%，同比-5.42pct；其他债务工具市值涨幅约-4.02%，同比-13.07pct。
- 观点：推荐配置。短期看，得益于积极的产品运作策略以及渠道较好的分红险销售技能，公司整体分红险转型预期较为顺利，2026 年 NBV 有望延续增长态势；长期看，作为寿险龙头负债久期管控相对较好，资产负债压力可能相对较小。此外银保等多元渠道在报行合一制度下费用优势明显，未来竞争中处于有利地位，价值增长空间仍大。作为纯寿险标的在权益走牛情况下业绩弹性较优，特别是中国人寿 H 的 PEV 近期持续回调，仅 0.42 倍，性价比明显提升，推荐配置。
- 风险提示：长端利率大幅下行，权益市场大幅回撤，新单销售显著不及预期

附表：财务预测与估值（单位：亿元）

合并利润表					合并资产负债表				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,157	6,164	6,654	7,188	资产				
保险服务收入	2,141	2,356	2,618	2,922	买入返售金融资产	509	576	652	736
利息收入	1,283	1,334	1,329	1,228	货币资金	1,433	6,177	11,605	23,071
投资收益	1,985	1,754	1,881	2,181	定期存款	4,187	4,037	3,848	3,389
公允价值变动损益	633	596	696	720	交易性金融资产	20,673	21,186	21,619	20,691
其他业务收入	116	122	128	135	债权投资	1,740	1,717	1,684	1,539
资产处置损益	1	1	1	1	其他债权投资	39,260	43,165	47,564	49,317
营业支出	-4,337	-4,218	-4,441	-4,753	其他权益工具投资	3,179	4,231	5,444	6,426
保险服务费用	-1,487	-1,636	-1,818	-2,029	分出再保险合同资产	300	303	306	312
分出保费的分摊	-58	-63	-70	-78	长期股权投资	3,078	2,921	2,726	2,335
承保财务损益	-2,589	-2,341	-2,366	-2,456	存出资本保证金	66	66	66	66
利息支出	-42	-46	-50	-55	投资性房地产	117	116	115	114
手续费及佣金支出	-18	-18	-19	-21	固定资产	489	494	499	509
税金及附加	-21	-21	-23	-25	在建工程	38	38	38	38
业务及管理费	-81	-85	-89	-88	使用权资产	18	20	23	26
信用减值损失	-2	-2	-2	-2	无形资产	81	92	104	117
其他业务成本	-66	-70	-73	-77	递延所得税资产	344	390	441	498
营业利润	1,820	1,946	2,213	2,435	其他资产	398	451	510	576
加：营业外收入	0	0	1	1	资产总计	75,910	85,980	97,244	109,758
减：营业外支出	-4	-4	-4	-5					
利润总额	1,816	1,942	2,209	2,431	负债				
减：所得税费用	-251	-268	-305	-336	交易性金融负债	820	902	992	1,092
净利润	1,566	1,674	1,904	2,095	卖出回购金融资产款	3,319	3,650	4,016	4,417
归属于母公司股东的净利润	1,541	1,648	1,874	2,062	预收保费	482	506	532	558
少数股东损益	2,474	2,646	3,009	3,311	应付职工薪酬	136	141	145	149
关键指标（单位：亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	应交税费	26	27	28	28
营业收入	6,157	6,164	6,654	7,188	应付债券	352	352	352	363
YOY	16.5%	0.1%	8.0%	8.0%	长期借款	1	1	1	1
归属于母公司股东的净利润	1,541	1,648	1,874	2,062	保险合同负债	63,761	70,942	78,883	87,706
YOY	44.1%	6.9%	13.7%	10.1%	分出再保险合同负债	3	3	4	4
集团内含价值	14,679	15,571	16,580	17,702	租赁负债	15	15	15	15
YOY	4.8%	6.1%	6.5%	6.8%	递延所得税负债	15	15	15	15
新业务价值	458	557	641	752	其他负债	895	1,119	1,399	1,749
YOY	35.7%	21.8%	15.1%	17.3%	负债合计	69,826	77,674	86,381	96,096
EPS（元）	5.45	5.83	6.63	7.30					
BPS（元）	21.06	28.75	37.60	47.29	股东权益				
EVPS（元）	51.93	55.09	58.66	62.63	归属于母公司股东的股东权益	5,952	8,126	10,628	13,366
PE（倍）	6.9	6.5	5.7	5.2	益合计				
PB（倍）	1.8	1.3	1.0	0.8	少数股东权益	132	180	235	296
PEV（倍）	0.73	0.68	0.64	0.60	股东权益合计	6,084	8,306	10,863	13,662
					负债及股东权益总计	75,910	85,980	97,244	109,758

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；股价截至2026年4月8日收盘价

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn