

2026 年 04 月 18 日

中国人寿 (601628. SH)

投资评级：买入（维持）

——多元负债结构有助于穿越经营周期，看好公司 26 年新业务价值率或提升

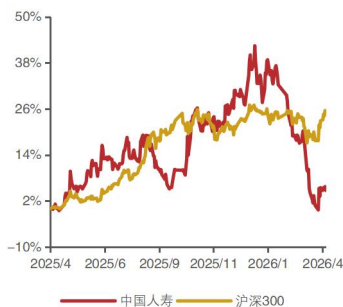
投资要点：

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 2026 年 04 月 17 日

收盘价 (元)	37.52
一年内最高/最低 (元)	51.92/35.51
总市值 (百万元)	1,060,491.73
流通市值 (百万元)	1,060,491.73
总股本 (百万股)	28,264.71
资产负债率 (%)	91.99
每股净资产 (元/股)	21.06

资料来源：聚源数据

点评：

1、25Q4 单季度净利润波动或来自于市场震荡，EV 增速偏弱为债券公允价值下降造成：

- 公司 25Q4 单季度归母净利润为-137 亿元，我们认为主要原因是 25 年 4 季度权益市场偏震荡，使得公司总体投资收益（利息收入+投资收益+公允价值变动损益）为 215 亿元，低于公司“保单成本”（承保财务损益-分出再保险财务损益）的 370 亿元，同时或为了谨慎处理，公司于 25 年 Q4 计提了约 33 亿元的其他资产减值损失。
- 公司 25 年全年 EV 增速为 4.8%，略低于市场预期，主要是“市场价值和其他调整”约为-962 亿元，占期初内含价值的比例为 6.9%，我们认为该项主要是因摊余成本债券受利率上行导致公允价值下降，这和 EV 计量方法中资产和负债计量方式有关，偏会计因素，拉长期限来看或不影响国寿 EV 的长期增长；

2、负债端业务：各渠道定位得当，26 年增长点或在于缴费期拉长带来的价值率提升

- 国寿对保险业务各渠道有较精准的定位：a)个险渠道为“核心主渠道”，25 年个险渠道 NBV 增长 25.5%至 393 亿元，贡献全公司 NBV 的比重超过 80%，队伍质态不断改善，优增人力同比增长 40.0%，45 周岁以下队伍人员占比同比提升 2.3 个百分点。b)银保渠道发挥“战略发展”作用，25 年全年银保渠道首年期交保费同比增长 41%至 265 亿元，新单出单网点和星级网点同比增长 26%和 49%。
- 公司保险业务已经形成多元结构，有助于穿越长期经营周期。a)在形态上，25 年国寿的人寿保险、年金保险、健康保险新单保费比重分别为 31.75%、32.11%、31.23%。b)在成本上，大力推动业务结构转型，浮动收益型业务在首年期交保费中的占比近 50%。c)在期限上，个险渠道主销产品逐步强化中长期销售导向，保险期限更加多元。我们认为形态、成本和期限多元化的负债结构有利于公司穿越经营周期。
- 我们看好公司 26 年的新业务价值增长，一方面公司浮动收益型业务转型较为顺利，代理人或已经掌握该类产品的销售技能，另一方面 25 年公司个险渠道的十年期及以上占个险渠道首年期交保费的比重提升至 58.48%，我们认为公司或会继续提升长缴费产品的占比从而带来 NBV 价值率的增长。

3、投资业务：投资收益率同比提升 59bp 至 6.09%，权益仓位提升较多

A、中国人寿 25 年投资规模同比增长 12.3%至 7.4 万亿元，总投资收益同比增长 25.8%至 3877 亿元，总投资收益率同比提升 59bp 至 6.09%，创近年新高；

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（25 年末股票和基金（不包含货币市场基金）配置比例由 2024 年底的 12.18%上升至 16.89%），另一方面可能是权益投资节奏较为准确；

盈利预测与评级：中国人寿年报数据大部分表现出色，唯有单季度净利润和全年 EV 增速略有扰动，我们认为公司多元负债结构或有助于穿越经营周期，权益入市节奏把握较好，我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 1384/1561/1780 亿元，同比增速分别为 -10%/12.8%/14.0%，2026–2028 年每股内含价值为 59.7/65.1/71.1 元，当前股价对应 PEV 估值为 0.63/0.58/0.53 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）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	5286	6157	6183	7126	7934
同比增长率（%）	30.5%	16.5%	0.4%	15.3%	11.3%
归母净利润（亿元）	1069	1541	1384	1561	1780
同比增长率（%）	108.9%	44.1%	-10.2%	12.8%	14.0%
每股收益（元/股）	3.78	5.45	4.90	5.52	6.30
市盈率（P/E）	10.01	6.88	7.66	6.79	5.96
每股内含价值（元/股）	49.57	51.93	59.70	65.13	71.07
内含价值估值（P/EV）	0.76	0.72	0.63	0.58	0.53

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）。