



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月07日

相关研究

【兴证非银】中国人寿：2025Q4 单季度受投资拖累亏损超百亿，分红险转型成效显著-2026.04.10

【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

研究助理：郎霖

langlin@xyzq.com.cn

中国人寿(601628.SH)

净利润承压，NBV 大增 75.5%

投资要点

- **总览：整体表现符合预期。**1) 2026Q1 归母净利润同比-32.3%至 195 亿元，主要受同期利润高基数（同期因利率上行，部分 VFA 亏损保单 CSM 转正，保险服务业绩大幅改善）及一季度投资波动影响，2026Q1 总投资收益（利息收入+投资收益+公允价值变动损益）同比-33.7%，所得税正向贡献 6.08 亿元（同期为-33.14 亿元），税前利润同比-40.3%，符合预期。2) 2026Q1 保险服务业绩同比-5.7%，主要因保险服务费用同比+7.7%，可能与银保费用竞争加剧有关。3) 归母净资产相比年初+0.5%，符合预期。4) NBV 同比+75.5%，超预期，预计主要由银保带动的新单保费增长及 NBVM 因十年交业务占比明显提升同比改善带动。
- **代理人量升质提，业务结构持续优化。**1) 总保费同比+1.1%。新单同比+19.5%，续期保费同比-6.8%，预计新单保费增长主要受银保渠道新单增长带动，续期保费负增主要受部分业务续期止收影响。2) 2026Q1 代理人规模 59.4 万人，较年初+1.2%，队伍规模企稳回升，队伍质态持续改善，以专业化、职业化转型导向的优增优育取得实效，优增人力、绩优人力同比提升明显。3) 业务结构持续优化，首年期交同比+41.4%，十年期以上首年期交占首年期交比例同比+4.4pct。4) 退保率为 0.24%，同比-0.05pct。5) 业务结构进一步改善，转型效果显著。公司浮动收益型业务在首年期交保费中的占比超 90%，新业务刚性负债成本进一步压降。
- **TII 承压。**1) 总投资资产较年初+1.7%至 7.55 万亿元。2) 2026Q1 实现总投资收益 355.36 亿元，同比-33.9%，年化 TII 同比-0.54pct 至 2.21%。3) 估算其他权益工具投资（主要为高股息股票，永续债等）涨幅约为-0.71%，同比-2.08pct；其他债务工具市值涨幅约-0.35%，同比+1.42pct。
- **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 0.45 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	6,083	6,505	6,958	资产				
保险服务收入	2,141	2,374	2,624	2,896	买入返售金融资产	509	576	651	733
利息收入	1,283	1,330	1,331	1,227	货币资金	1,433	6,172	11,567	22,922
投资收益	1,985	1,726	1,835	2,148	定期存款	4,187	4,035	3,842	3,377
公允价值变动损益	633	529	585	551	交易性金融资产	20,673	21,176	21,586	20,620
其他业务收入	116	122	128	135	债权投资	1,740	1,716	1,682	1,533
资产处置损益	1	1	1	1	其他债权投资	39,260	43,146	47,490	49,146
营业支出	-4,337	-4,232	-4,447	-4,733	其他权益工具投资	3,179	4,229	5,435	6,404
保险服务费用	-1,487	-1,649	-1,822	-2,011	分出再保险合同资产	300	303	306	312
分出保费的分摊	-58	-64	-70	-78	长期股权投资	3,078	2,919	2,722	2,327
承保财务损益	-2,589	-2,343	-2,369	-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	-20	固定资产	489	494	499	509
税金及附加	-21	-21	-23	-24	在建工程	38	38	38	38
业务及管理费	-81	-85	-89	-87	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	103	116
其他业务成本	-66	-70	-73	-77	递延所得税资产	344	390	440	496
营业利润	1,820	1,850	2,058	2,226	其他资产	398	451	509	574
加：营业外收入	0	0	0	1	资产总计	75,910	85,940	97,074	109,312
减：营业外支出	-4	-4	-4	-5					
利润总额	1,816	1,847	2,054	2,221	负债				
减：所得税费用	-251	-255	-284	-307	交易性金融负债	820	902	992	1,092
净利润	1,566	1,592	1,770	1,915	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	1,567	1,742	1,884	预收保费	482	506	532	558
少数股东损益	2,474	2,516	2,798	3,026	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	6,083	6,505	6,958	应付债券	352	352	352	363
YOY	16.5%	-1.2%	6.9%	7.0%	长期借款	1	1	1	1
归属于母公司股东的净利润	1,541	1,567	1,742	1,884	保险合同负债	63,761	70,995	78,954	87,701
YOY	44.1%	1.7%	11.2%	8.1%	分出再保险合同负债	3	3	4	4
集团内含价值	14,679	15,856	17,100	18,667	租赁负债	15	15	15	15
YOY	4.8%	8.0%	7.8%	9.2%	递延所得税负债	15	15	15	15
新业务价值	458	603	643	715	其他负债	895	1,119	1,399	1,749
YOY	35.7%	31.7%	6.6%	11.3%	负债合计	69,826	77,727	86,451	96,092
EPS（元）	5.45	5.54	6.16	6.67					
BPS（元）	21.06	28.43	36.77	45.76	股东权益				
EVPS（元）	51.93	56.10	60.50	66.04	归属于母公司股东的股东	5,952	8,035	10,392	12,934
PE（倍）	6.7	6.6	5.9	5.5	权益合计				
PB（倍）	1.7	1.3	1.0	0.8	少数股东权益	132	178	230	287
PEV（倍）	0.71	0.65	0.61	0.56	股东权益合计	6,084	8,213	10,623	13,220
					负债及股东权益总计	75,910	85,940	97,074	109,312

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30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