

## 寿险头雁再振翅，价值修复正当时

中国人寿 (601628.SH) 首次覆盖报告

### 核心观点

- **周期修复与主动转型共振，寿险龙头优势再强化。**2025 年中国人寿总保费 7,298.9 亿元，同比+8.7%；新单保费 2,340.8 亿元，同比+9.3%，自 2022 年以来持续修复。价值端的改善更为突出，2025 年 NBV 达 457.5 亿元，同比+35.7%，NBVM 提升至 35.7%，同比+9.5 pct，内含价值达 14,678.8 亿元，同比+4.8%。预定利率下调、“报行合一”和产品结构优化共同推动中国人寿负债端从规模修复走向价值修复。
- **1) 个险渠道：个险渠道稳中提质，产能提升支撑价值修复。**2025 年公司保险营销员队伍规模降幅明显收窄，队伍逐步企稳；渠道保费 5,517.9 亿元，同比+4.3%，继续提供稳定规模支撑；NBV 为 393.0 亿元，同比+25.5%，规模显著领先同业。随着渠道从“清虚”转向稳规模、提产能，个险仍是公司 NBV 修复的核心。**2) 银保渠道：规模与价值贡献同步提升。**2025 年公司银保渠道总保费 1,108.7 亿元，同比+45.5%；新单保费 585.1 亿元，同比+95.7%，整体高增。价值端看，2025 年银保渠道 NBV 同比+169.3%，增速领先主要上市同业。“报行合一”后银保渠道费用竞争趋于规范，叠加分红险等产品转型，银保渠道逐步成为价值增长新引擎。
- **投资端：固收底仓保持稳健，权益弹性驱动收益修复。**2025 年公司债券投资占比 57.4%，小幅下降但仍处于较高水平；股票投资/基金投资占比分别提升至 11.3%/5.7%，合计占比同比提升 4.8 pct。IFRS9 分类下，OCI 股票占比提升，报表稳定性增强。受益于权益市场回暖和配置弹性释放，2025 年公司总投资收益率提升至 6.1%，同比+0.6 pct，升至近 10 年高位，投资端对利润弹性的贡献有望持续体现。

### 盈利预测与投资建议

**看好中国人寿作为寿险龙头的价值修复空间。**负债端，公司保费规模增长稳健，新单保费延续修复，NBV 和 NBVM 同步改善，个险渠道稳中提质，银保渠道价值贡献快速提升；资产端，公司固收底仓保持高位，权益配置提升，OCI 股票占比上升有助于兼顾收益弹性与报表稳定性。我们预计公司 2026 至 2028 年保险服务收入分别为 2,214.0/2,300.6/2,398.1 亿元；归母净利润分别为 1,581.7/1,710.3/1,811.9 亿元；期末内含价值分别为 15,600.9/17,349.3/19,350.6 亿元。估值方面，以 2026E 内含价值作为估值锚，给予公司 2026 年 1.0x P/EV，对应目标价 55.20 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

长端利率下行超预期；权益市场大幅波动；寿险渠道改革成效不及预期；居民收入不及预期；监管政策变化风险；产品结构转型不及预期；精算假设调整风险。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
保险服务收入 (亿元)	2,081.6	2,141.4	2,214.0	2,300.6	2,398.1
同比增长	-2.0%	2.9%	3.4%	3.9%	4.2%
营业收入 (亿元)	5,285.7	6,156.8	5,838.1	6,229.4	6,614.3
同比增长	30.5%	16.5%	-5.2%	6.7%	6.2%
归母净利润 (亿元)	1,069.3	1,540.8	1,581.7	1,710.3	1,811.9
同比增长	108.9%	44.1%	2.7%	8.1%	5.9%
每股收益 (元)	3.78	5.45	5.60	6.05	6.41
每股分红 (元)	0.65	0.86	1.10	1.48	1.81
每股集团 EV (元)	49.57	51.93	55.20	61.38	68.46
隐含 P/EV	0.70	0.67	0.63	0.57	0.51
ROE	21.0%	25.9%	19.6%	17.4%	16.7%

资料来源：中国人寿公司公告，iFinD，东方证券研究所；注：以 2026 年 5 月 18 日收盘价计

投资评级	买入 (首次)
股价 (2026年05月18日)	34.75 元
目标价格	55.20 元
52 周最高价/最低价	51.92/34.53 元
总股本/流通 A 股 (万股)	2,826,471/2,826,471
A 股市值 (百万元)	982,198
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2026 年 05 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-8.43	-7.38	-26.67	-8.96
相对表现%	-6.04	-9.6	-30.38	-33.24
沪深 300%	-2.39	2.22	3.71	24.28



### 证券分析师

张凯烽 执业证书编号：S0860526020002  
zhangkaifeng@orientsec.com.cn  
021-63326320

## 目录

中国人寿：寿险龙头底蕴深厚，业绩弹性持续释放 .....	4
财政部旗下寿险龙头，规模与客户资源优势突出 .....	4
净资产稳健扩张，利润与 ROE 弹性释放 .....	6
周期修复与主动转型共振，寿险龙头优势再强化 .....	7
寿险规模优势稳固，价值创造能力持续修复 .....	7
个险渠道稳中提质，银保高增打造第二增长极 .....	9
个险渠道：队伍规模优势仍在，保费稳增支撑价值修复 .....	9
银保渠道：“6+10+N”深化布局，规模与价值贡献同步提升 .....	10
投资端资产负债匹配稳健，权益弹性驱动收益修复 .....	12
固定收益占比仍处高位，权益配置提升释放报表弹性 .....	12
总投资收益受益权益市场修复 .....	13
盈利预测与投资建议 .....	14
盈利预测 .....	14
估值分析和投资建议 .....	16
风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1: 中国人寿与新中国同龄，股改上市后持续巩固寿险龙头地位 .....	4
图 2: 中国人寿股权结构稳定，综合金融布局较为完善 .....	5
图 3: 中国人寿归母净资产稳健扩张 .....	6
图 4: 2024 年以来中国人寿归母净利润弹性释放 .....	6
图 5: 中国人寿 ROE 明显提升，盈利能力进入高位区间 .....	6
图 6: 中国人寿总保费规模优势持续巩固 .....	7
图 7: 中国人寿新单保费延续修复 .....	7
图 8: 中国人寿 NBV 延续高增，价值修复趋势进一步确立 .....	7
图 9: 2025 年中国人寿 NBV 高增，规模显著领先同业 .....	7
图 10: 中国人寿 NBVM 明显改善，显著优于同业表现 .....	8
图 11: 中国人寿 EV 持续稳健增长 .....	8
图 12: 中国人寿保险营销员队伍规模降幅趋缓 .....	9
图 13: 中国人寿个险渠道保费稳健增长 .....	9
图 14: 中国人寿个险渠道 NBV 重回增长 .....	9
图 15: 2025 年中国人寿个险渠道 NBV 规模显著领先同业 .....	9
图 16: 中国人寿个险渠道 NBVM 显著改善 .....	10
图 17: 2021 年以来中国人寿银保渠道保费持续高增 .....	10
图 18: 2025 年中国人寿银保新单保费增速和规模显著领先 .....	11
图 19: 2025 年中国人寿银保渠道 NBV 高增，规模居同业前列 .....	11
图 20: 中国人寿固收底仓仍处高位，股票和基金占比明显提升 .....	12
图 21: 中国人寿投资组合 IFRS9 分类向 FVOCI 倾斜 .....	12
图 22: 中国人寿固收资产更多计入 OCI，利润表波动有望收敛 .....	12
图 23: 中国人寿股票配置占比提升，OCI 股票增配明显 .....	13
图 24: 中国人寿 OCI 股票占比明显提升，稳定性进一步增强 .....	13
图 25: 中国人寿总投资收益率连续修复，2025 年升至近年高位 .....	13
图 26: 2025 年中国人寿总投资收益率和同比改善幅度位居前列 .....	13
表 1: 中国人寿保险服务收入预测（百万元） .....	15
表 2: 中国人寿新业务价值预测（百万元） .....	15
表 3: 中国人寿内含价值预测（百万元） .....	15
表 4: 中国人寿 P/EV 估值测算 .....	16

## 中国人寿：寿险龙头底蕴深厚，业绩弹性持续释放

### 财政部旗下寿险龙头，规模与客户资源优势突出

中国人寿是国内寿险行业龙头，历史积淀深厚、客户基础广泛、渠道网络完善。公司前身可追溯至 1949 年中央政府批准组建的国内首家保险公司，2003 年完成重组改制并独家发起设立中国人寿保险股份有限公司，同年在境外上市，2007 年回归境内 A 股上市。经过多年发展，公司已形成以寿险业务为核心，覆盖资产管理、养老保险、财产保险、银行等领域的综合金融布局；截至 2025 年末，中国人寿集团持有公司 68.37% 股权，公司亦持有中国人寿资产管理有限公司 60.0%、中国人寿养老保险股份有限公司 70.74%、中国人寿财产保险股份有限公司 40.0% 以及广发银行 43.69% 股权。整体看，公司兼具央企金融平台属性、寿险主业规模优势和综合金融协同基础，是我国人身险市场中最具代表性的龙头公司之一。

**1949 至 1978 年：公司历史积淀深厚，是新中国保险业的重要起点。**1949 年中央政府批准组建国内首家保险公司，由此开启中国人寿的发展元年。作为与新中国同龄的保险机构，公司长期深耕寿险保障领域，为后续在全国范围内建立品牌影响力和客户基础奠定了坚实基础。

**1979 至 1998 年：行业恢复与专业化经营并进，公司逐步确立寿险核心地位。**1979 年国内恢复保险业务，行业进入重启发展阶段；1996 年中保人寿保险有限公司成立，公司开始迈入人身保险业务专业化经营时代；1998 年经国务院批准成立中国人寿保险公司，公司在组织架构和业务定位上进一步清晰，寿险主业发展基础持续夯实。

**2003 至 2007 年：股改上市开启新阶段，现代化公司治理体系逐步建立。**2003 年公司加快改革发展步伐，重组改制并变更为中国人寿保险（集团）公司，同时独家发起设立中国人寿保险股份有限公司；同年，中国人寿保险股份有限公司在境外上市，迈出资本市场国际化的重要一步；2007 年公司回归境内 A 股上市，形成“A+H”两地上市平台，公司治理、资本实力和品牌影响力进一步提升。

**2007 至今：上市后持续巩固龙头优势，行业地位保持领先。**回归 A 股后，公司依托深厚历史积淀、广泛渠道网络和强大客户基础，持续巩固国内寿险龙头地位。2023 年，中国人寿保险股份有限公司迎来股改上市 20 周年，标志着公司在改革转型、资本运作和高质量发展方面取得阶段性成果，也为后续继续推进负债端转型和资产端优化奠定了更强基础。

图 1：中国人寿与新中国同龄，股改上市后持续巩固寿险龙头地位

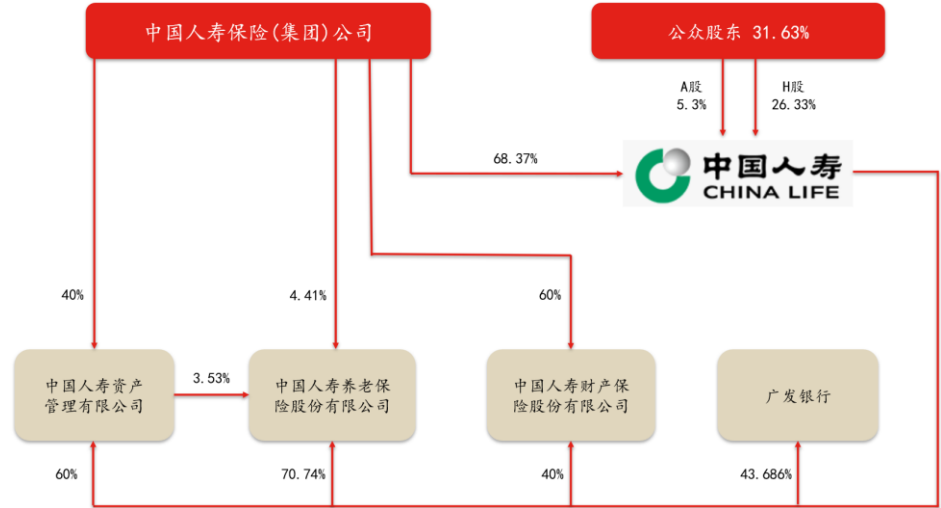


数据来源：中国人寿官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**股权结构稳定，综合金融协同基础较强。**截至 2025 年末，中国人寿保险（集团）公司持有中国人寿 68.4% 股权，公众股东持股 31.6%，其中 A 股/ H 股公众股东持股比例分别为 5.3%/ 26.3%。公司及集团体系下已形成覆盖寿险、资产管理、养老保险、财产保险和银行的综合金融布局，中国人寿分别持有中国人寿资产管理/ 中国人寿养老保险/ 中国人寿财产保险/ 广发银行 60.0%/ 70.7%/ 40.0%/ 43.7% 股权，综合金融协同基础较为完善。

**图 2：中国人寿股权结构稳定，综合金融布局较为完善**



数据来源：中国人寿公司官网，东方证券研究所；注：数据截至 2025 年 12 月 31 日

**央企寿险龙头定位清晰，品牌与客户基础构成长期护城河。**中国人寿作为国内最具代表性的寿险龙头之一，兼具历史积淀、渠道网络、客户基础和品牌信任优势。寿险业务天然具备长周期经营属性，客户积累、服务能力和品牌认知对新单转化、续期留存及长期价值创造均具有重要影响。公司依托全国性机构网络和庞大存量客户基础，在储蓄型、保障型及养老健康类产品销售中仍具备较强竞争优势，有望在行业预定利率下调和产品结构转型过程中继续受益。

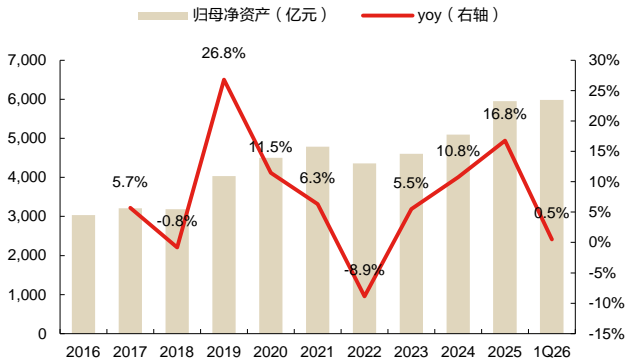
**综合金融协同持续推进，保险主业外延服务能力进一步增强。**公司充分发挥中国人寿集团保险、投资、银行等业务板块协同优势，围绕“一个国寿、一生守护”经营理念，持续丰富综合金融产品和服务体系，在保险协同、银保协同、保投协同等方面形成较完整布局。2025 年协同销售财产险公司业务保费 255.3 亿元，保单件数同比+12.3%；广发银行代理公司银保首年期交保费 18.6 亿元。综合金融协同不仅有助于提升客户触达和交叉销售能力，也有助于增强公司客户经营深度和长期黏性。

**“保险+服务”生态建设提速，康养资源有望强化寿险产品差异化。**公司持续推进“保险+服务”生态建设，围绕机构养老、居家养老和健康服务三条产品线，丰富多元康养服务供给。在“保险+养老”方面，公司推进 CCRC 养老社区、城心养老公寓、康养旅居等产品线布局，截至 2025 年末已在北京、天津、青岛、苏州、深圳、成都等 16 个城市布局 20 个机构养老项目，并推出国寿“随心居”旅居养老产品；在“保险+健康”方面，公司整合内外部资源，围绕就医问诊、康复护理、健康管理等需求提供配套服务。我们认为，康养服务生态能够提升寿险产品附加价值和客户黏性，有助于公司在分红险和养老健康需求扩张阶段形成差异化竞争优势。

## 净资产稳健扩张，利润与 ROE 弹性释放

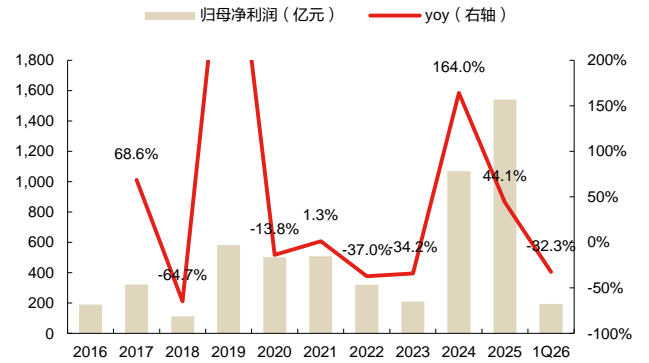
**净资产稳健扩张，利润弹性显著释放。**2016 至 2025 年，中国人寿归母净资产由 3,036.2 亿元提升至 5,952.1 亿元，年均复合增速约 7.8%，资本实力持续夯实；1Q26 归母净资产较 2025 年末进一步增长 0.5%至 5,982.6 亿元，延续稳健扩张趋势。利润端看，受益于权益市场修复和投资收益改善，2025 年公司归母净利润达 1,540.8 亿元，同比+44.1%，在 2024 年高增长基础上继续释放弹性；1Q26 归母净利润为 195.1 亿元，同比-32.3%，主要受权益市场阶段性波动及投资端扰动影响，随着权益市场较一季度低点修复，Q2 利润表现有望环比改善。

图 3：中国人寿归母净资产稳健扩张



数据来源：iFinD，东方证券研究所

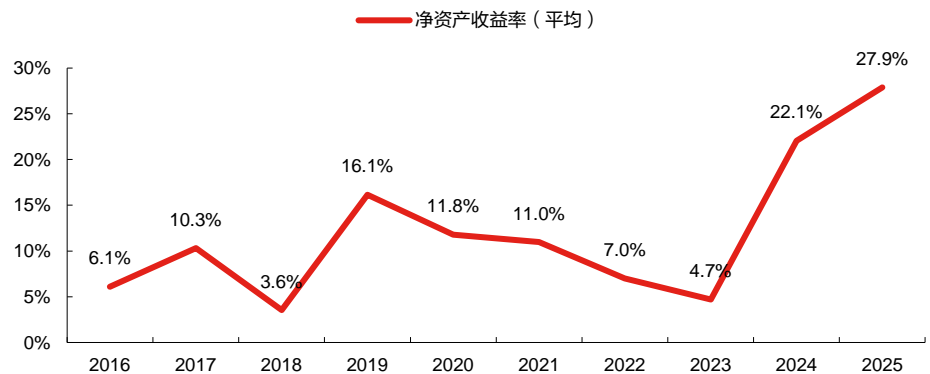
图 4：2024 年以来中国人寿归母净利润弹性释放



数据来源：iFinD，东方证券研究所；注：2024 年 yoy 为可比口径

**ROE 大幅提升，盈利能力修复进一步验证。**2025 年中国人寿平均 ROE 提升至 27.9%，较 2024 年提升 5.8 pct，较 2023 年低点提升 23.2 pct，主要受投资端利润高增驱动。整体看，随着负债端价值修复和资产端收益改善共振，公司盈利能力明显回升，ROE 已进入近年较高水平。

图 5：中国人寿 ROE 明显提升，盈利能力进入高位区间



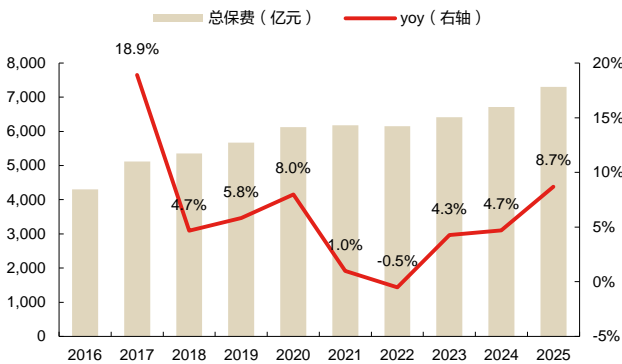
数据来源：iFinD，东方证券研究所

## 周期修复与主动转型共振，寿险龙头优势再强化

### 寿险规模优势稳固，价值创造能力持续修复

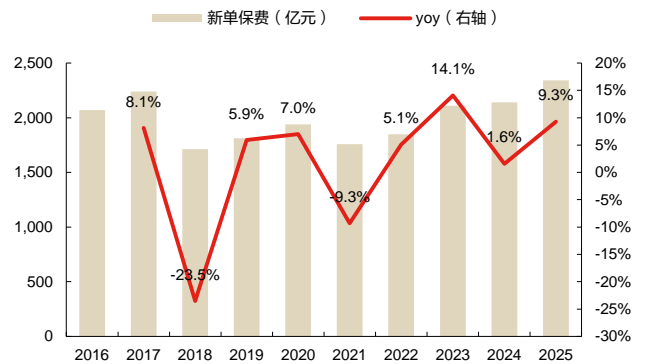
**总保费增速抬升，新单保费延续修复。**2016至2025年，中国人寿总保费由4,305.0亿元提升至7,298.9亿元，寿险龙头公司规模优势持续巩固；2025年总保费同比+8.7%，增速较2024年提升4.0 pct，首次突破7,000亿元。新单保费方面，2025年公司新单保费达到2,340.8亿元，同比+9.3%，较2024年提升7.7 pct；自2022年以来，新单保费连续修复，反映储蓄型保险需求仍具韧性，负债端增长动能持续改善。

图 6：中国人寿总保费规模优势持续巩固



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

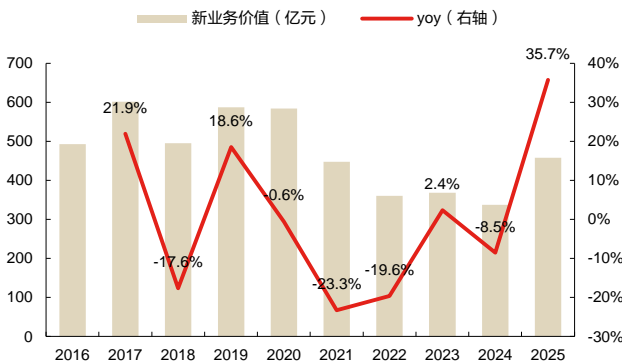
图 7：中国人寿新单保费延续修复



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

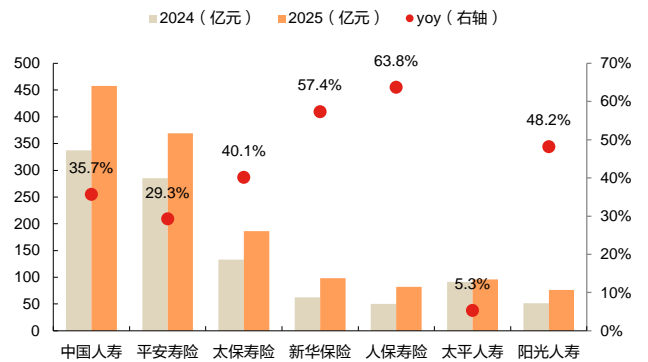
**NBV 重回增长通道，NBVM 改善打开价值弹性。**2025年中国人寿NBV为457.5亿元，同比+35.7%，增速回正，价值修复趋势进一步确立。从同业对比看，2025年主要寿险公司NBV普遍实现较快增长，中国人寿NBV规模仍保持行业领先，同比增速高于平安寿险的29.3%。整体看，预定利率下调、“报行合一”与产品结构优化共同推动寿险价值创造能力持续修复。

图 8：中国人寿 NBV 延续高增，价值修复趋势进一步确立



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

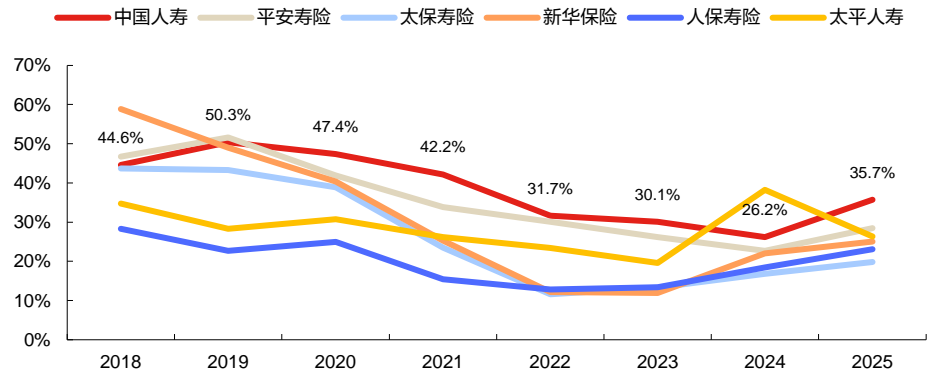
图 9：2025 年中国人寿 NBV 高增，规模显著领先同业



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：太平人寿单位为亿港元

中国人寿新业务价值率明显改善，价值率领先同业。以我们的统一口径（NBV/标准化保费）测算，2025 年中国人寿 NBVM 提升至 35.7%，较 2024 年提升 9.5 pct，扭转 2020 年以来持续下行趋势，价值率修复弹性显著释放。从业对比看，中国人寿 NBVM 长期位居主要上市寿险公司前列，价值率优势较为突出。

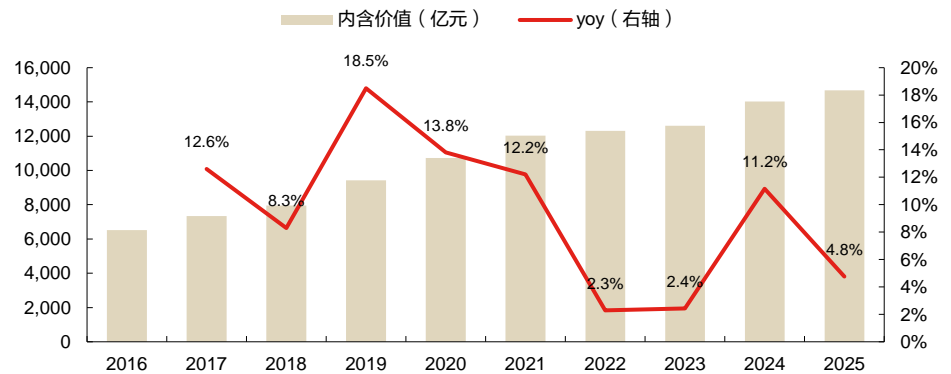
图 10：中国人寿 NBVM 明显改善，显著优于同业表现



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：口径统一为 NBVM=NBV/(期缴首年保费+趸交保费×0.1)

内含价值持续稳健增长，价值基础进一步夯实。2025 年中国人寿内含价值达 14,678.8 亿元，同比+4.8%，在 2024 年高基数基础上继续增长。2016 至 2025 年，公司内含价值由 6,536.7 亿元提升至 14,678.8 亿元，年均复合增速约 9.4%，长期价值创造能力持续验证。整体看，NBV 修复与存量业务价值释放共同支撑 EV 稳步扩张，公司估值锚仍具备较强稳定性。

图 11：中国人寿 EV 持续稳健增长



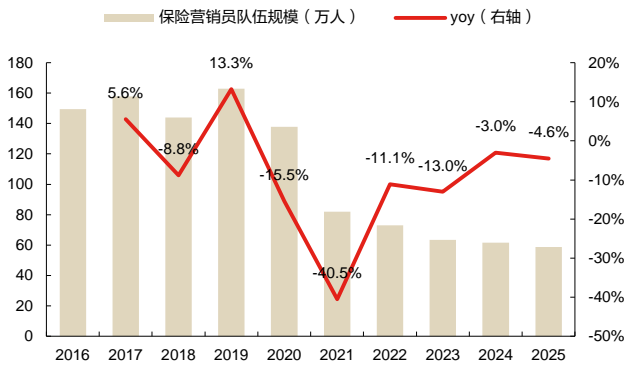
数据来源：iFinD，东方证券研究所

## 个险渠道稳中提质，银保高增打造第二增长极

### 个险渠道：队伍规模优势仍在，保费稳增支撑价值修复

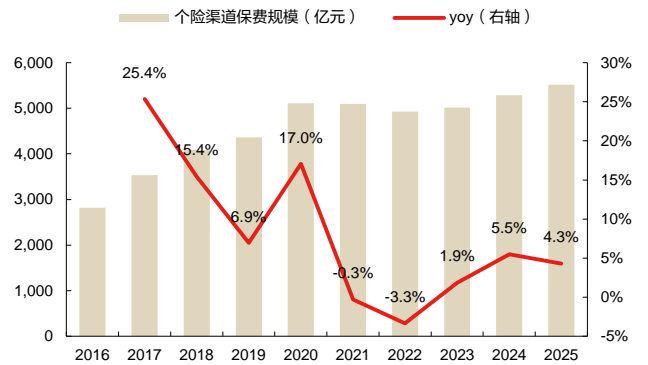
**个险人力降幅收窄，保费规模增长稳健。**2025 年公司保险营销员队伍规模为 58.7 万人，同比-4.6%，降幅较 2021 至 2023 年明显收窄，队伍规模逐步企稳；同时，个险渠道保费规模继续增长，2025 年达到 5,517.9 亿元，同比+4.3%。整体看，个险渠道已从前期“清虚”逐步转向稳规模、提产能阶段，人力规模优势仍在，个险渠道保费对负债端增长形成稳定支撑。

图 12：中国人寿保险营销员队伍规模降幅趋缓



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

图 13：中国人寿个险渠道保费稳健增长

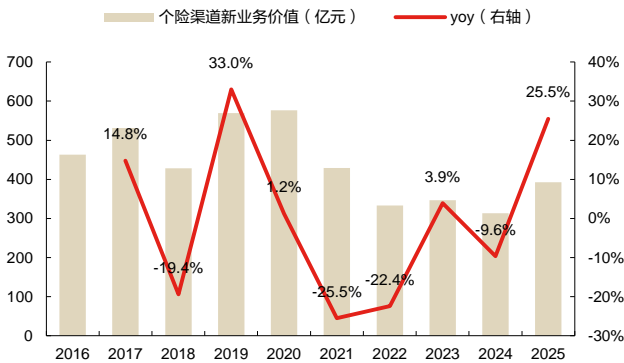


数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

**个险渠道 NBV 重回增长，价值修复趋势明确。**2025 年公司个险渠道 NBV 为 393.0 亿元，同比+25.5%，较 2024 年增速提升 35.1 pct，结束阶段性下滑。2016 至 2020 年个险渠道 NBV 整体维持高位，2021 至 2024 年受行业代理人清虚、产品转型和利率假设调整影响有所承压；2025 年随着队伍质态改善、产品价值率提升和需求修复，个险渠道价值贡献重新进入增长通道。

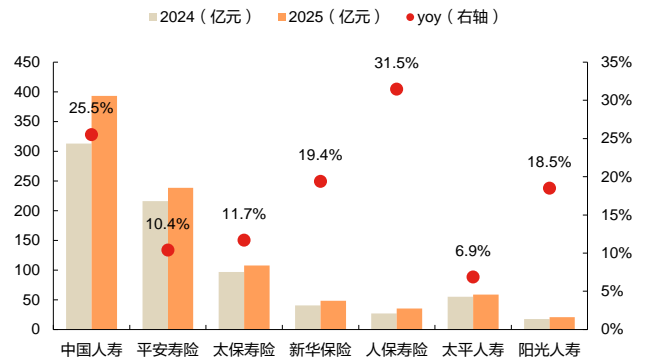
**个险 NBV 规模保持领先，寿险龙头价值优势突出。**2025 年中国人寿个险渠道 NBV 为 393.0 亿元，明显高于平安寿险/ 太保寿险/ 新华保险/ 人保寿险/ 太平人寿/ 阳光人寿的 238.0/ 106.0/ 49.0/ 33.0/ 58.0/ 20.0 亿元，价值规模优势仍然显著。从增速看，2025 年中国人寿个险渠道 NBV 同比+25.5%，处于较高水平。整体看，公司个险渠道兼具规模领先与较快修复，仍是负债端价值增长的核心支撑。

图 14：中国人寿个险渠道 NBV 重回增长



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

图 15：2025 年中国人寿个险渠道 NBV 规模显著领先同业

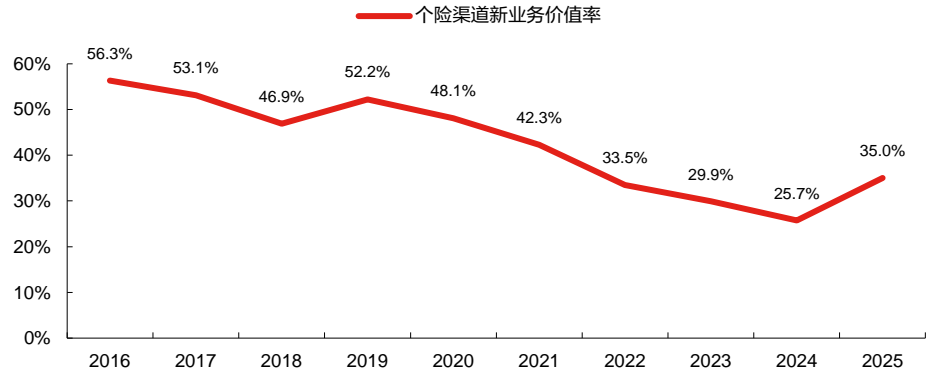


数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：太平人寿单位为亿港元

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**个险 NBVM 显著修复，价值率改善支撑个险渠道价值回升。**2025 年中国人寿个险渠道 NBVM 回升至 35.0%，较 2024 年提升 9.3 pct，扭转此前连续下行趋势。在预定利率下调、产品结构优化和渠道质态改善带动下，个险渠道价值率已显著改善，后续有望继续支撑 NBV 修复。

图 16：中国人寿个险渠道 NBVM 显著改善

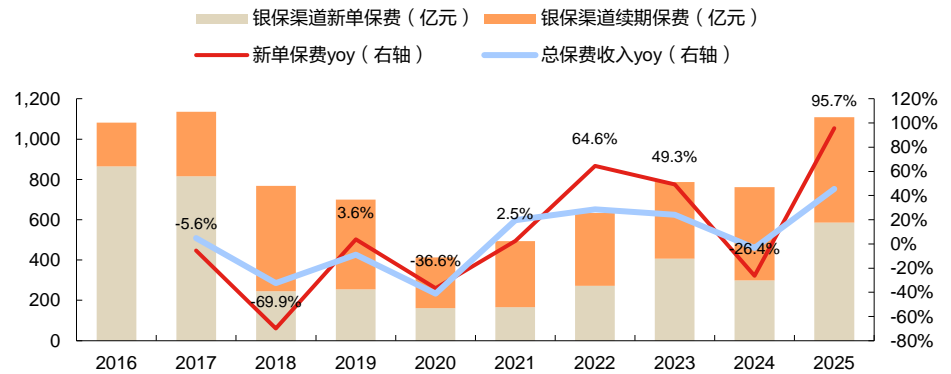


数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

### 银保渠道：“6+10+N”深化布局，规模与价值贡献同步提升

中国人寿银保渠道积极落实“报行合一”政策，推动渠道控本增效，坚持渠道全面布局，网点经营扩面提质，丰富银保产品体系，浮动收益型产品销量显著增加。2025 年银保渠道各项核心指标全面提升，总保费 1,108.7 亿元，同比+45.5%；新单保费 585.1 亿元，同比+95.7%；首年期交保费 264.8 亿元，同比+41.0%；续期保费 523.7 亿元，同比+13.1%。合作银行数量超百家，新单出单网点达 7.7 万个，同比+25.9%。

图 17：2021 年以来中国人寿银保渠道保费持续高增



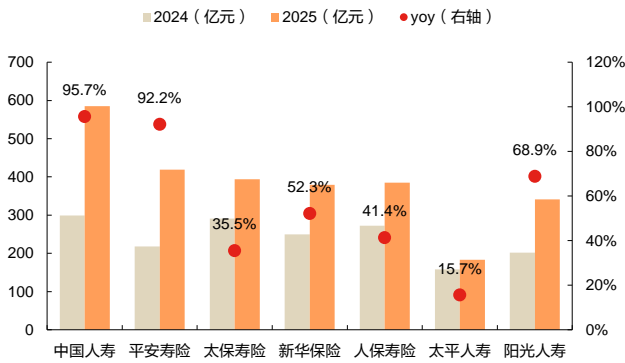
数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

2025 年，银保渠道在“报行合一”、预定利率下调、银保“1+3”合作限制放开等政策共同推动下，头部险企加大银保投入和结构转型调整，渠道质态显著提升，规模和价值表现均亮眼。未来银保渠道更加考验创新产品、服务体系等综合经营能力，银保渠道马太效应有望增强，头部险企有望更为受益。

**银保渠道新单高增，渠道规模优势进一步强化。**2025 年中国人寿银保渠道新单保费为 585.1 亿元，同比+95.7%，增速显著高于 2024 年，规模领先主要上市同业。横向对比看，2025 年中国人寿银保新单保费规模处于主要上市险企第一，且增速显著高于太保寿险/新华保险/人保寿险/太平人寿/阳光人寿的+35.5%/+52.3%/+41.4%/+15.7%/+68.9%。整体看，“6+10+N”布局深化和渠道经营强化共同推动银保新单快速修复，银保已成为公司负债端增长的重要增量来源。

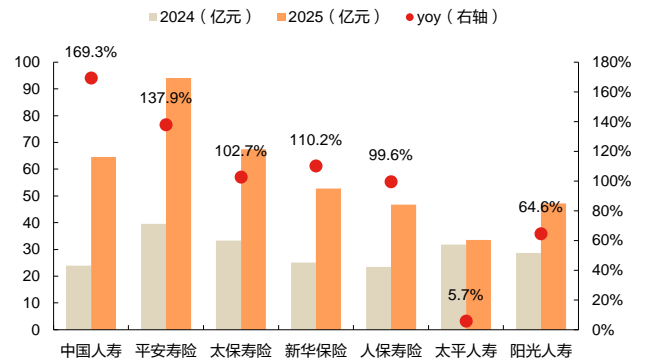
**银保渠道 NBV 弹性释放，价值贡献进入快速提升阶段。**2025 年中国人寿银保渠道 NBV 同比+169.3%，增速领先主要上市同业，明显高于平安寿险/太保寿险/新华保险/人保寿险/太平人寿/阳光人寿的+137.9%/+102.7%/+110.2%/+99.6%/+5.7%/+64.6%。从规模看，中国人寿银保 NBV 也处于较好的水平。整体看，“报行合一”政策落地后费用竞争趋于规范，叠加分红险等产品转型推进，头部经营能力强、品牌效应好的险企有望受益。

图 18：2025 年中国人寿银保新单保费增速和规模显著领先



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：太平人寿单位为亿港元

图 19：2025 年中国人寿银保渠道 NBV 高增，规模居同业前列



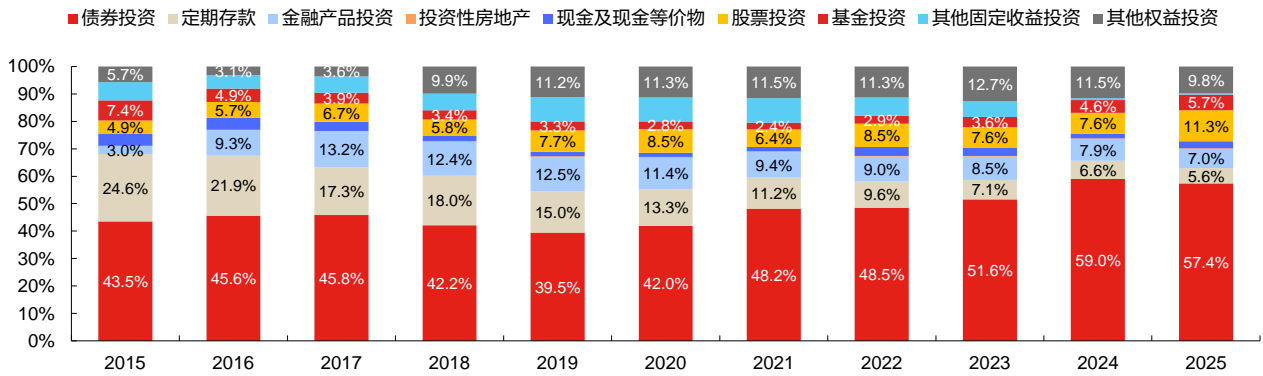
数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：太平人寿单位为亿港元

## 投资端资产负债匹配稳健，权益弹性驱动收益修复

### 固定收益占比仍处高位，权益配置提升释放报表弹性

**固收占比仍处高位，权益配置明显提升。**公司投资组合仍以债券为核心，2025 年债券投资占比为 57.4%，虽较 2024 年下降 1.6 pct，但仍处于较高水平，固收资产对久期管理和收益稳定性形成支撑。权益端配置抬升更为明显，2025 年股票投资/ 基金投资占比分别为 11.3%/ 5.7%，较 2024 年分别提升 3.7 pct/ 1.1 pct，股票+基金合计占比提升至 17.0%，同比提升 4.8 pct。

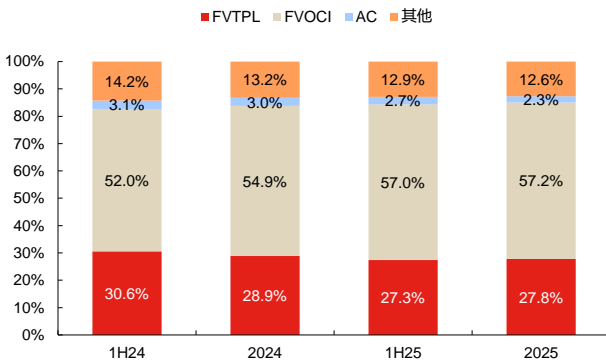
图 20：中国人寿固收底仓仍处高位，股票和基金占比明显提升



数据来源：iFinD，东方证券研究所

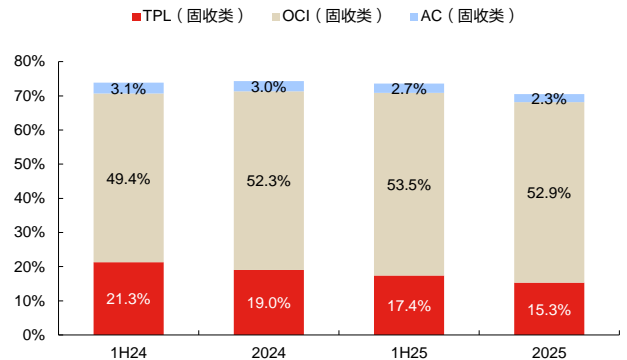
**IFRS9 结构持续向 FVOCI 倾斜，固收资产更多计入 OCI。**整体投资组合看，2025 年 FVOCI 占比为 57.2%，较 2024 年提升 2.3 pct；FVTPL 占比为 27.8%，较 2024 年下降 1.1 pct，但保留一定利润弹性。固收资产分类看，2025 年 OCI 固收类占投资组合比重为 52.9%，较 2024 年提升 0.6 pct；TPL 固收类占比降至 15.3%，较 2024 年下降 3.7 pct。整体看，公司固收资产分类进一步调整，有助于降低利率和债券估值波动对当期利润的扰动，投资组合兼顾报表稳健与收益弹性。

图 21：中国人寿投资组合 IFRS9 分类向 FVOCI 倾斜



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

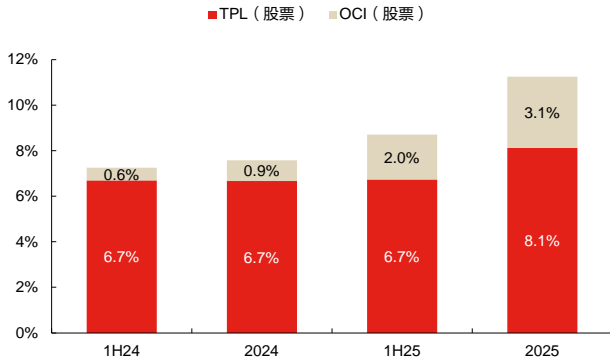
图 22：中国人寿固收资产更多计入 OCI，利润表波动有望收敛



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

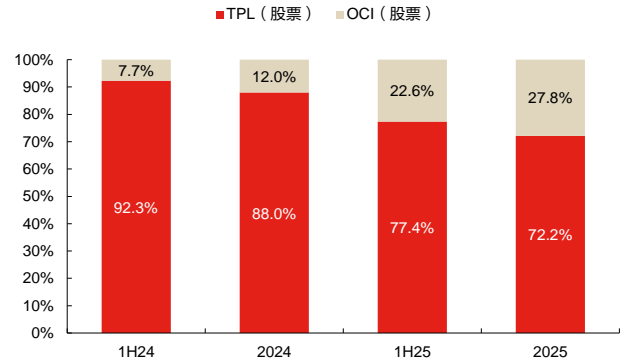
**股票配置继续提升，增配 OCI 股票增强报表稳定性。**2025 年公司 TPL 股票/ OCI 股票占投资组合比例分别为 8.1%/ 3.1%，较 2024 年分别提升 1.4 pct/ 2.2 pct，股票合计占比达到 11.2%，较 2024 年提升 3.6 pct。从股票内部结构看，2025 年 OCI 股票占比提升至 27.8%，较 2024 年提升 15.8 pct。整体看，公司在提高股票配置比例、增强权益收益弹性的同时，也同步提升 OCI 股票占比，有助于降低权益市场波动对当期利润的扰动。

图 23：中国人寿股票配置占比提升，OCI 股票增配明显



数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

图 24：中国人寿 OCI 股票占比明显提升，稳定性进一步增强

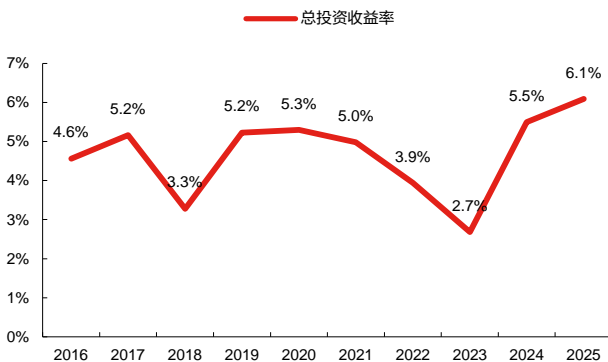


数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

## 总投资收益受益权益市场修复

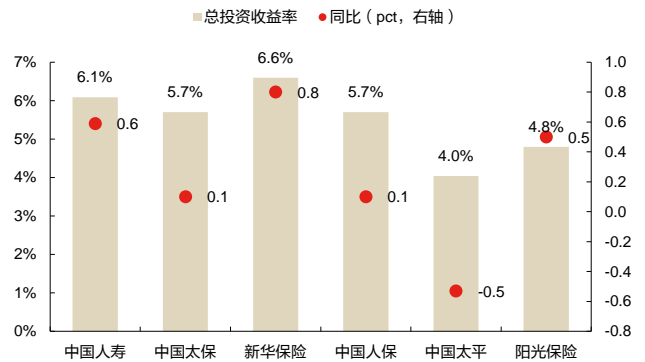
**总投资收益率显著修复，2025 年表现处于上市同业前列。**受益于权益市场回暖及权益配置弹性释放，公司 2025 年总投资收益率提升至 6.1%，较 2024 年提升 0.6 pct，已连续两年修复，并创近 10 年新高。从同业对比看，2025 年中国人寿总投资收益率仅低于新华保险的 6.6%，高于中国太保/ 中国人保/ 阳光保险/ 中国太平的 5.7%/ 5.7%/ 4.8%/ 4.0%；同比改善幅度为+0.6 pct，同样处于同业优秀的水平。整体看，公司在固收底仓保持稳健的基础上，权益市场修复对总投资收益率形成明显拉动，投资端对利润弹性的贡献有望持续体现。

图 25：中国人寿总投资收益率连续修复，2025 年升至近年高位



数据来源：iFinD，东方证券研究所

图 26：2025 年中国人寿总投资收益率和同比改善幅度位居前列



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们认为，中国人寿当前已进入**负债端价值修复、资产端收益弹性释放与估值重估共振的新阶段**。作为国内寿险龙头，公司具备客户基础广、渠道网络深、品牌认知强、负债成本管控审慎等优势；过去几年压制寿险板块估值的核心因素，包括新单增长承压、利率下行对利差损的担忧以及资本市场波动，正在边际缓释。与此同时，预定利率下调、“报行合一”落地以及分红险转型共同推动行业竞争秩序优化，头部险企的产品设计、渠道管理和客户经营优势有望进一步放大。

**保险主业景气度延续，NBV 有望维持较快增长。**2023 年以来，在居民储蓄需求较强、银行理财收益率下行、预定利率多次下调以及保险公司主动推动产品结构调整的背景下，寿险行业 NBV 进入修复通道。中国人寿作为行业龙头，代理人队伍规模和客户触达能力仍具明显优势；银保渠道则在“报行合一”后费用竞争趋于规范，渠道价值率改善，叠加公司持续深化“6+10+N”银保合作布局，有望成为新业务价值增长的重要增量来源。我们认为，随着分红险等浮动收益型产品占比提升，公司产品结构有望更好适应低利率环境，负债端价值增长的持续性正在增强，后续 NBV 仍有望保持稳健增长。

**资产端方面，公司投资资产规模大、权益弹性突出，有望在权益市场上行阶段充分释放利润弹性。**一方面，公司长期坚持稳健投资和资产负债匹配，近年来持续提升债券配置比例、拉长资产久期，有助于降低低利率环境下的再投资压力；另一方面，公司权益资产占比较高，且计入 FVTPL 的股票资产比例较高，在新会计准则下对利润表弹性更强。若权益市场延续修复，公司总投资收益率和归母净利润有望保持较强弹性。同时，监管引导中长期资金入市、优化保险资金权益资产配置约束，也为公司中长期权益配置打开空间。

**整体而言，中国人寿的投资逻辑具有“短期业务快速修复+负债端价值持续修复+资产端权益弹性+低估值修复”的多重逻辑。**负债端看，个险增长稳健、银保高增、分红险转型共同支撑 NBV 增长；资产端看，固收底仓提供稳定收益，权益仓位贡献利润弹性；估值端看，公司作为寿险龙头，若 EV 增长稳定性和投资收益韧性持续验证，估值中枢仍具备进一步上修空间。

#### 核心指标预测：

**1) 保险服务收入：公司保险服务收入主要由寿险存量保单服务释放、新业务持续贡献以及健康险和意外险业务增长共同驱动。**考虑到公司长期险存量规模较大、保单质量较优，寿险业务保险服务收入预计保持稳健增长；健康险和意外险短期受业务结构调整影响略有波动，但后续有望逐步修复。与此同时，预定利率下调和分红险转型将推动新单业务质量改善，预计整体增速更趋平稳。基于此，我们预计 2026 至 2028 年公司保险服务收入分别为 2,214.0/ 2,300.6/ 2,398.1 亿元，同比分别+3.4%/ +3.9%/ +4.2%。

**2) 新业务价值：预计 NBV 高增长延续。**个险渠道方面，公司代理人规模优势仍然突出，队伍转型从规模收缩逐步转向质态提升，产品价值率修复、人均产能提升和有效人力占比改善有望带动价值贡献稳步回升。其他渠道方面，银保在“报行合一”推动下费用率趋于规范，头部险企在渠道资源、产品设计、品牌背书和服务能力上的优势进一步体现，银保 NBV 贡献有望持续提升。基于此，我们预计 2026 至 2028 年公司 NBV 分别为 600.7/ 735.9/ 875.3 亿元，同比分别+31.3%/ +22.5%/ +18.9%；其中个险渠道 NBV 分别为 471.6/ 542.3/ 623.7 亿元，其他渠道 NBV 分别为 129.1/ 193.6/ 251.7 亿元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：中国人寿保险服务收入预测（百万元）**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>保险服务收入</b>	<b>208,161</b>	<b>214,136</b>	<b>221,401</b>	<b>230,056</b>	<b>239,806</b>
yoy		2.9%	3.4%	3.9%	4.2%
寿险	137,405	144,052	150,966	158,213	165,807
yoy		4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
健康险和意外险	70,756	70,084	70,434	71,843	73,998
yoy		-0.9%	0.5%	2.0%	3.0%

数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

**表 2：中国人寿新业务价值预测（百万元）**

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>新业务价值</b>	<b>36,860</b>	<b>33,709</b>	<b>45,752</b>	<b>60,065</b>	<b>73,592</b>	<b>87,534</b>
yoy		-8.5%	35.7%	31.3%	22.5%	18.9%
个险渠道	34,646	31,313	39,299	47,159	54,233	62,368
其他渠道	2,214	2,396	6,453	12,906	19,359	25,167

数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

**3) 内含价值：预计 EV 保持稳健增长。**随着 NBV 持续修复、存量业务稳定释放和资产端收益改善，公司 EV 有望延续增长。基于此，我们预计 2026 至 2028 年公司期末内含价值分别为 15,600.9/ 17,349.3/ 19,350.6 亿元，同比分别+6.3%/ +11.2%/ +11.5%，对应每股内含价值分别为 55.20/ 61.38/ 68.46 元。

**表 3：中国人寿内含价值预测（百万元）**

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
期初的内含价值	1,230,519	1,260,567	1,401,146	1,467,876	1,560,087	1,734,929
内含价值的预期回报	83,473	99,809	75,846	73,394	78,004	86,746
本期内的新业务价值	36,860	33,709	45,752	60,065	73,592	87,534
运营经验的差异	(624)	681	888	734	780	867
投资回报的差异	(73,807)	64,061	67,348	(14,679)	20,281	22,554
评估方法、模型和假设的变化	(40,643)	(146,489)	(7,363)	(29,358)	-	-
市场价值和其他调整	37,044	106,457	(96,175)	21,871	23,245	25,850
汇率变动	132	17	(144)	147	156	173
股东红利分配及资本变动	(13,850)	(17,807)	(19,446)	(19,963)	(21,217)	(23,595)
其他	1,462	141	23	-	-	-
<b>期末的内含价值</b>	<b>1,260,567</b>	<b>1,401,146</b>	<b>1,467,876</b>	<b>1,560,087</b>	<b>1,734,929</b>	<b>1,935,060</b>
yoy		11.2%	4.8%	6.3%	11.2%	11.5%
营运 ROEV	6.4%	-1.0%	8.2%	7.1%	9.8%	10.1%
每股内含价值	44.60	49.57	51.93	55.20	61.38	68.46

数据来源：中国人寿公司公告，东方证券研究所

## 估值分析和投资建议

我们认为，中国人寿作为寿险龙头，当前估值仍未充分反映负债端价值修复和资产端收益弹性。负债端看，公司总保费规模稳居行业前列，新单保费持续修复，NBV 重回高增通道；个险渠道仍是价值贡献核心，银保渠道在“报行合一”政策落地和“6+10+N”布局深化下快速放量，规模与价值贡献快速提升。资产端看，公司固收底仓保持高位，权益配置提升，同时预计 OCI 股票占比逐步提升，有助于兼顾收益弹性与报表稳定性。随着 NBV 修复、EV 稳健增长和总投资收益率改善，公司估值中枢具备进一步上修空间。

**盈利预测方面**，我们预计 2026 至 2028 年公司保险服务收入分别为 2,214.0/ 2,300.6/ 2,398.1 亿元，同比分别+3.4%/ +3.9%/ +4.2%；NBV 分别为 600.7/ 735.9/ 875.3 亿元，同比分别+31.3%/ +22.5%/ +18.9%；期末内含价值分别为 15,600.9/ 17,349.3/ 19,350.6 亿元，同比分别+6.3%/ +11.2%/ +11.5%，对应每股内含价值分别为 55.20/ 61.38/ 68.46 元。

**估值方面**，我们采用 P/EV 方法进行估值，并以 1.0x 2026E P/EV 作为目标估值倍数。寿险公司内含价值由调整后净资产和有效业务价值构成，反映现有资产负债表价值及存量保单未来利润的折现价值。给予 1.0x P/EV，意味着目标市值回归至公司 2026E 内含价值水平，未额外给予未来新业务增长溢价，估值假设相对审慎。我们预计公司 2026 年每股内含价值为 55.20 元，对应目标价 55.20 元。以 2026 年 5 月 18 日收盘价 34.75 元计算，公司 2026 至 2028 年 P/EV 分别为 0.63x/ 0.57x/ 0.51x，当前股价较内含价值仍有明显折价。我们认为，公司兼具寿险龙头规模优势、负债端价值修复确定性和资产端权益弹性，在行业预定利率下调、银保渠道价值率改善和权益市场修复背景下，估值具备修复空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：中国人寿 P/EV 估值测算

指标	数值
2026E 每股内含价值	55.20 元
目标 P/EV	1.0x
目标价	55.20 元
当前股价	34.75 元
2026E P/EV	0.63x
2027E P/EV	0.57x
2028E P/EV	0.51x

数据来源：iFinD，东方证券研究所；注：以 2026 年 5 月 18 日收盘价计

## 风险提示

- 1) **长端利率下行超预期**：保险资金具有长周期特性，若宏观经济复苏乏力导致长端利率长期处于低位甚至进一步下行，将显著增加公司新增资产与到期资产的再投资压力，导致净投资收益率承压。同时，折现率下行将直接影响内含价值的计算假设，导致有效业务价值和内含价值的评估结果面临缩水风险，进而压制估值中枢。
- 2) **权益市场大幅波动**：公司资产配置中包含一定比例的股票与基金权益资产。若资本市场出现大幅震荡或系统性下跌，一方面将通过 FVTPL 资产直接冲击当期归母净利润；另一方面，计入 FVOCI 的资产波动将影响净资产水平，进而导致综合投资收益率不及预期。
- 3) **寿险渠道改革成效不及预期**：尽管个险渠道已企稳，但若代理人队伍规模继续大幅脱落，或新人的留存率与产能提升速度低于预期，将导致新业务价值增长乏力。
- 4) **居民收入不及预期**：若居民收入预期不稳导致长期储蓄型与保障型产品需求持续疲软，可能导致保费增速放缓，影响负债端未来的利润释放能力。
- 5) **监管政策变化风险**：保险行业受监管政策影响较大，若产品定价、渠道监管、资本约束、偿付能力要求或分红险相关规则进一步调整，可能对公司产品销售节奏、业务结构、资本消耗及盈利能力产生影响。
- 6) **产品结构转型不及预期**：在低利率环境下，公司正推动产品结构向分红险等浮动收益型产品倾斜。若分红险销售推进不及预期，或传统险压降与新产品切换节奏不顺，可能影响新单增长、价值率改善及负债成本优化进程。
- 7) **精算假设调整风险**：寿险公司估值和利润表现对折现率、退保率、费用率、死亡率等核心精算假设较为敏感。若未来实际经营经验与假设偏离，或公司主动调整精算假设，可能对新业务价值、内含价值及当期利润造成波动。

**附表：财务报表预测与比率分析**

利润表						内含价值预测表					
单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E	单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
保险服务收入	2,081.6	2,141.4	2,214.0	2,300.6	2,398.1	期初的内含价值	12,605.7	14,011.5	14,678.8	15,600.9	17,349.3
投资收益	703.8	1,984.6	1,562.0	1,725.3	1,871.9	内含价值的预期回报	998.1	758.5	733.9	780.0	867.5
公允价值变动损益	1,181.6	633.1	558.2	572.1	586.4	本期内的新业务价值	337.1	457.5	600.6	735.9	875.3
其他业务收入	1,316.6	1,399.2	1,503.6	1,630.7	1,756.9	个险渠道	313.1	393.0	471.6	542.3	623.7
其他收益	2.1	(1.4)	0.3	0.7	1.0	其他渠道	24.0	64.5	129.1	193.6	251.7
<b>营业收入</b>	<b>5,285.7</b>	<b>6,156.8</b>	<b>5,838.1</b>	<b>6,229.4</b>	<b>6,614.3</b>	运营经验的差异	6.8	8.9	7.3	7.8	8.7
保险服务费用	(1,805.4)	(1,487.4)	(1,549.8)	(1,610.4)	(1,678.6)	投资回报的差异	640.6	673.5	(146.8)	202.8	225.5
承保财务损益	(2,099.5)	(2,588.6)	(2,330.5)	(2,505.3)	(2,693.1)	评估方法、模型等变化	(1,464.9)	(73.6)	(293.6)	0.0	0.0
业务及管理费	(73.8)	(81.1)	(75.3)	(78.2)	(81.5)	市场价值和其他调整	1,064.6	(961.8)	218.7	232.5	258.5
其他业务成本	(150.9)	(179.8)	(182.8)	(197.8)	(214.0)	汇率变动	0.2	(1.4)	1.5	1.6	1.7
营业支出合计	(4,129.7)	(4,336.8)	(4,138.4)	(4,391.7)	(4,667.3)	股东红利分配及资本变动	(178.1)	(194.5)	(199.6)	(212.2)	(236.0)
营业利润	1,156.0	1,820.0	1,699.7	1,837.8	1,947.0	其他	1.4	0.2	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>1,152.1</b>	<b>1,816.3</b>	<b>1,695.6</b>	<b>1,833.4</b>	<b>1,942.4</b>	期末的内含价值	14,011.5	14,678.8	15,600.9	17,349.3	19,350.6
<b>净利润</b>	<b>1,089.4</b>	<b>1,565.5</b>	<b>1,607.4</b>	<b>1,738.1</b>	<b>1,841.4</b>						
归母净利润	1,069.3	1,540.8	1,581.7	1,710.3	1,811.9						
少数股东损益	20.1	24.7	25.7	27.8	29.5						
						<b>主要财务指标</b>					
							<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
						<b>估值与盈利指标</b>					
						P/EV	0.70	0.67	0.63	0.57	0.51
						PE	9.19	6.37	6.21	5.74	5.42
						PB	1.93	1.65	1.22	1.00	0.91
						ROE	21.0%	25.9%	19.6%	17.4%	16.7%
						ROA	1.6%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%
						<b>每股数据 (元/股)</b>					
						每股 NBV	1.19	1.62	2.13	2.60	3.10
						每股人身险 EV	49.57	51.93	55.20	61.38	68.46
						每股集团 EV	49.57	51.93	55.20	61.38	68.46
						每股净资产	18.03	21.06	28.54	34.81	38.28
						每股净利润	3.78	5.45	5.60	6.05	6.41
						每股分红	0.65	0.86	1.10	1.48	1.81
						<b>增长率</b>					
						保险服务收入	-2.0%	2.9%	3.4%	3.9%	4.2%
						投资收益	-60.5%	182.0%	-21.3%	10.5%	8.5%
						营业收入	30.5%	16.5%	-5.2%	6.7%	6.2%
						归母净利润	108.9%	44.1%	2.7%	8.1%	5.9%
						一年新业务价值	-8.5%	35.7%	31.3%	22.5%	18.9%
						归母净资产	55.5%	16.8%	35.5%	22.0%	9.9%
						总资产	19.7%	12.1%	9.8%	8.9%	7.8%
						<b>内含价值变动</b>					
						营运 ROEV	-1.0%	8.2%	7.1%	9.8%	10.1%
						内含价值增长率	11.2%	4.8%	6.3%	11.2%	11.5%

资料来源：中国人寿公司公告，iFinD，东方证券研究所；注：以 2026 年 5 月 18 日收盘价计

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。