

央企寿险龙头，资产负债双优打开成长空间

中国人寿（601628.SH）首次覆盖报告

证券研究报告

2026 年 08 月 05 日

核心结论

核心结论：中国人寿是国有寿险龙头与央企标杆，凭借央企信用+全渠道深耕+康养生态构筑深厚壁垒；负债端产品渠道双强、现金流充沛、成本可控，分红险转型驱动增长韧性凸显；资产端固收打底、权益灵活配置，兼顾收益与稳健。公司长期价值释放确定性强，首次覆盖，给予“买入”评级。

公司概况：国有寿险龙头，央企标杆金融保险集团。国资控股、股权集中稳定，治理架构成熟稳健、决策高效、注重风险防范。秉持“一个国寿、一生守护”理念，以寿险为核心，健康险、意外险为重要支撑，联动银行、资管、养老等多元业务协同发展，构建覆盖客户全生命周期的综合金融服务体系。

核心优势：保险+康养生态布局，长期价值创造，资产负债共振筑牢成长根基。

1) 产品渠道双强建立良好生态：产品端构建全谱系产品矩阵，“保险+康养”服务模式；渠道端个险规模行业第一，人均产能高增，银保依托广发银行+多家合作银行协同，现金流充沛、负债成本可控。

2) 分红险增长韧性凸显：顺应居民挪储需求推进分红险转型，依托综合金融的渠道协同、客户基础优势，实现获客成本更低、转化效率更高，银保价值贡献持续增强，叠加个险人均产能提升，新单保费有望快速增长。

3) 投资攻守兼备收益确定性强：坚持“固收为基、权益增强”，TPL 占比行业高位，短期收益弹性足，OCI 股票/股票连续三年抬升，长期资金持续布局股市，兼顾稳健性与收益弹性。

我们认为，中国人寿依托央企信用+全渠道深耕+康养生态形成规模壁垒与负债优势，长期成长性与市占率稳固性突出，有望开启价值释放新周期。

风险提示：利率下行风险、权益市场波动风险、保费承压风险、自然灾害频发。

核心数据

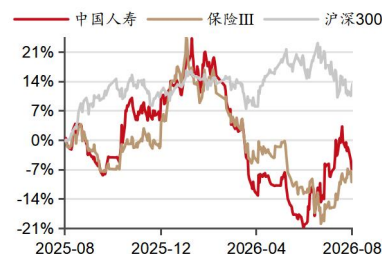
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	5,286	6,157	6,738	7,246	7,908
增长率	30.5%	16.5%	9.4%	7.6%	9.1%
归母净利润（亿元）	1,069	1,541	1,761	1,861	2,061
增长率	108.9%	44.1%	14.3%	5.6%	10.8%
EPS	3.78	5.45	6.23	6.58	7.29
P/E	10.06	6.98	6.11	5.78	5.22
P/B	2.11	1.81	1.30	0.98	0.77
P/EV	0.77	0.73	0.65	0.60	0.54

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级	买入
股票代码	601628.SH
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	38.05

近一年股价走势



分析师

- 孙寅 S0800524120007**
18511970156
sunyin@research.xbmail.com.cn
- 陈静 S0800524120006**
18811120850
chenjing@research.xbmail.com.cn

联系人

- 许冰洁**
13031170828
xubingjie@xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	4
关键假设	4
区别于市场的观点	4
股价上涨催化剂	4
估值与目标价	4
中国人寿核心指标概览	5
一、 中国人寿：寿险行业龙头的稳健增长	6
1.1 发展历程：国有寿险巨头的崛起、转型与引领	6
1.2 股权特征：国资主导，集中稳定，多元互补	6
1.3 治理特点：专业化管理层保障经营效率	7
1.4 财务表现：寿险主业驱动，归母净利润连增且稳定分红	7
二、 负债端：产品渠道双轮驱动，挪储红利支撑长期扩张	9
2.1 产品优势：打造“保险+康养”差异化体系	9
2.2 渠道优势：多元渠道协同发力，实现高质量增长	10
2.3 优质产品和渠道加持下，现金流韧性强，AUM 稳健扩容	12
2.4 成本控制能力较强	13
三、 资产端：投资兼具弹性与跨周期性	13
3.1 大类资产配置：固收为基，权益增强	13
3.2 权益结构分化：TPL 股票占比高但趋降，OCI 股票占比抬升	14
3.3 投资收益率：NII 下滑趋势放缓，CII 持续改善	15
四、 盈利预测和估值展望	17
五、 风险提示	18

图表目录

图 1：中国人寿核心指标概览图	5
图 2：中国人寿发展历程	6
图 3：中国人寿保险(集团)组织架构	7
图 4：中国人寿核心管理人员	7
图 5：中国人寿营业收入结构	8
图 6：中国人寿归母净利润及增速	8
图 7：中国人寿的每股股利与股息率	8
图 8：2023 年以来中国人寿 NBV 同比快速增长	9
图 9：中国人寿 EV 稳健增长（亿元）	9

图 10：中国人寿养老养生项目布局	9
图 11：中国人寿分险种保费结构	10
图 12：中国人寿分险种保费同比增速	10
图 13：上市险企代理人数量（万人）	11
图 14：上市险企首年新单保费（元/人/月）	11
图 15：中国人寿分渠道新单保费结构	11
图 16：上市险企银保渠道新单保费占比	11
图 17：中国人寿由广发银行代销首年期交保费	12
图 18：上市险企经营性现金流变化（亿元）	12
图 19：上市险企投资资产规模变化（万亿元）	12
图 20：上市险企 NBV 打平收益率呈下降趋势	13
图 21：上市险企 VIF 打平收益率走平	13
图 22：上市险企债券占总资产的比重变化	14
图 23：中国人寿的资产配置历史变化	14
图 24：2025 年上市险企权益资产配置结构	14
图 25：上市险企 TPL 股票占股票的比例	15
图 26：上市险企 OCI 股票占股票的比例	15
图 27：上市险企净投资收益率	16
图 28：上市险企总投资收益率	16
图 29：上市险企综合投资收益率	16
 表 1：中国人寿前十大股东	 6
表 2：中国人寿个险渠道改革“种子计划”	10
表 3：鸿鹄基金基本介绍	15
表 4：中国人寿核心指标预测	17
表 5：可比公司估值情况	18

投资要点

关键假设

保费收入：参考 2025 年保费收入情况，同时考虑低利率下分红险全面转型，2026 年有望保持较高保费增速。其中，银保渠道已成为公司寿险业务的重要增长极，价值贡献显著，预计 2026-2028 年银保保费增速为 10.5%/9.6%/10.8%；个险渠道在报行合一政策引导下持续清虚提质，代理人规模逐步触底、人均产能稳步提升，保费增速预计由低位回升，2026-2028 年个险保费增速预计为 8.0%/7.7%/7.7%。综合来看，2026-2028 年公司规模保费收入增速预计为 8.0%/7.5%/7.7%，其中新单保费增速为 7.0%/5.4%/6.1%，续期保费增速为 8.4%/8.5%/8.5%。

EV/NBV：伴随报行合一政策在全渠道落地、产品结构持续优化，公司新业务价值率有望继续提升。结合 2025 年经营表现，我们预计 2026-2028 年 NBV 将实现 8.0%/6.5%/6.7% 的同比增速。在新业务价值持续释放与存量业务价值贡献下，EV 将保持稳健增长，预计 2026-2028 年 EV 增速分别为 12.1%/9.5%/9.6%。

区别于市场的观点

市场担忧公司权益资产以 TPL 为主，新准则放大利润波动；叠加万亿级资金体量，在市场风格轮动、结构性行情中难以持续获取超额收益，同时长端利率下行带来固收再投资压力，拖累长期投资回报。公司坚持哑铃型配置框架，筑牢高股息资产收益安全垫，并持续加大新质生产力赛道布局，深度参与产业升级。我们认为，公司投资体系持续迭代，应对结构性行情的资产调仓与选股能力稳步提升，股市慢牛环境下公司中长期成长空间广阔。

市场同时担忧分红险转型可能遇阻、需求偏弱导致新单增长乏力。我们认为，低利率环境下居民挪储需求长期旺盛，分红险是承接储蓄迁移的核心载体，增长空间广阔。中国人寿具备独特的渠道壁垒：控股广发银行实现银保深度协同，搭建“6+10+N”多层次银保合作矩阵；个险“种子计划”驱动队伍提质增效，2025 年优增人力同比大增 40%。2025 年分红险占个险首年期交保费比重接近 60%，转型成效已充分验证。公司有望凭借资质匹配能力与渠道壁垒，在分红险赛道占据头部生态位，驱动新单保费与 NBV 持续增长。

股价上涨催化剂

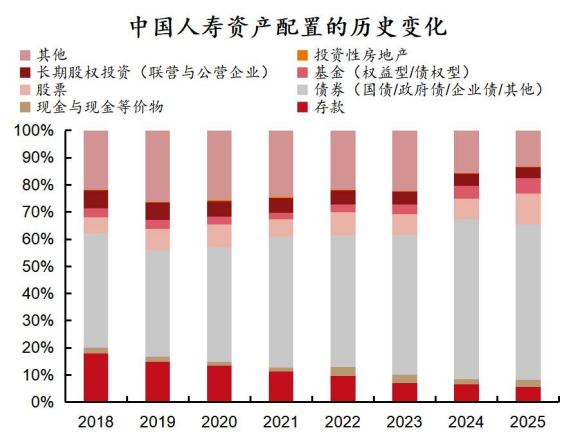
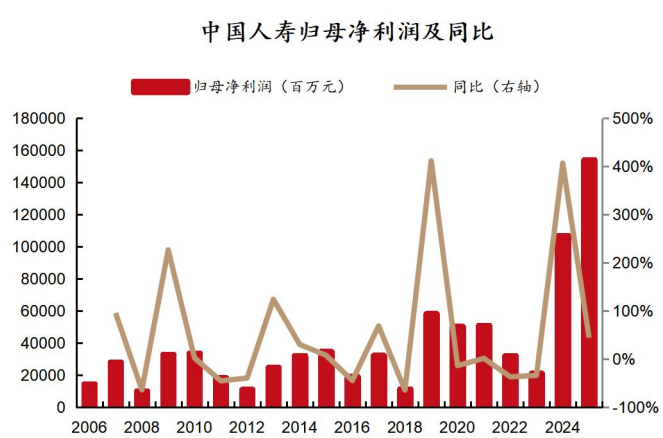
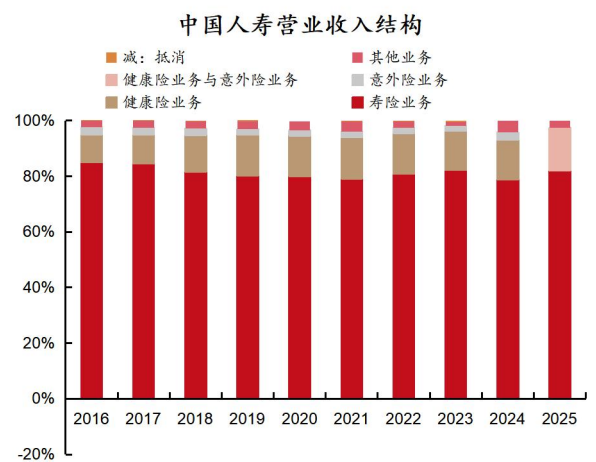
一是“保底+浮动”的分红险有望持续承接居民挪储需求，寿险新单保费、NBV 同比增速有望持续改善，负债端增长动能较强；二是资本市场中枢上行将带动投资端弹性释放，TPL 权益较高占比叠加 OCI 持续增配，公司综合投资收益率有望稳步提升。当前 PEV 估值 0.66 倍，在分红险转型深化与投资能力强化背景下存在向上重估空间。

估值与目标价

从 PEV 角度来看，当前中国平安、中国太保、新华保险三家的 PEV 估值分别为 0.60 倍、0.50 倍和 0.62 倍，中国人寿当前 PEV 估值为 0.65 倍，高于上市险企同业。参考公司 2021 年以来的估值水平处在 0.5~1.0 倍区间，我们认为，伴随分红险在负债端的转型不断深入，叠加公司权益配置比例较高、投资能力强，在资本市场向好的趋势里有较强的业绩成长空间，应该给予更高的估值，给予 0.80 倍 PEV，对应 2026 年目标价 46.53 元，向上空间约 22.4%，首次覆盖给予“买入”评级。

中国人寿核心指标概览

图 1：中国人寿核心指标概览图



资料来源：Wind，公司历年财报，公司官网，新浪财经，财联社，今日头条，腾讯新闻，西部证券研发中心

一、中国人寿：寿险行业龙头的稳健增长

1.1 发展历程：国有寿险巨头的崛起、转型与引领

中国人寿是我国最大的专业寿险公司。1949 年设立中国人民保险公司（前身），1996 年分拆设立中保人寿保险有限公司，1999 年正式更名中国人寿保险公司；2002 年首次跻身《财富》世界 500 强，稳固国内寿险行业龙头地位；2003 年完成集团重组改制，设立中国人寿保险（集团）公司，并同步登陆纽交所、港交所，当年 IPO 融资规模位居全球首位；2007 年回归 A 股在上交所挂牌上市，注册资本 282.65 亿元；2012 年公司升格为中央直接管理的副部级金融央企，央企战略定位进一步强化；2016 年完成股权布局落地，成为广发银行第一大股东，延伸综合金融服务版图；2024 年联合新华人寿设立规模 500 亿元私募证券投资基金，拓宽大类资产配置渠道；截至 2025 年，集团总资产规模近 8 万亿元，资产体量稳居行业首位。

图 2：中国人寿发展历程



资料来源：公司官网，新浪财经，财联社，今日头条，腾讯新闻，西部证券研发中心

1.2 股权特征：国资主导，集中稳定，多元互补

国资控股奠基，股权集中性突出。截至 2026 年一季度末，公司第一大股东为中国人寿保险（集团）公司，持股 68.37%，实控人为财政部；第二、第三大股东分别为证金、汇金，持股比例分别为 2.48%、0.41%。前十大股东中，形成国有资本+境外机构+公募协同的多元股东生态，兼顾央企稳健性与市场灵活性，既保障控股股东对长期价值的主导权，又通过多元机构股东引入市场化监督机制，支撑公司在行业转型周期中保持战略定力、聚焦长期价值创造。

表 1：中国人寿前十大股东

股东名称	股东性质	持股比例（%）	持股总数（亿股）
中国人寿保险（集团）公司	国有法人	68.37	193.24
香港中央结算代理人	境外法人	25.99	73.47
中国证券金融股份有限公司	国有法人	2.48	7.02
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	0.41	1.17
香港中央结算有限公司	境外法人	0.16	0.46
中国工商银行—华泰柏瑞沪深 300ETF	其他	0.05	0.13
中国工商银行—上证 50ETF	其他	0.04	0.12
中国建设银行—易方达沪深 300 非银 ETF	其他	0.04	0.11
中国国际电视总公司	国有法人	0.04	0.10
全国社保基金一一四组合	其他	0.04	0.10

资料来源：Wind，西部证券研发中心；注：时间截至 2026 年 3 月 31 日

1.3 治理特点：专业化管理层保障经营效率

中国人寿具有“国有控股、党委领导、三会一层协同”的治理结构。作为财政部实际控制、领导班子由中央管理的副部级金融央企，党委在重大决策中发挥核心作用。在市场化运作层面，公司构建了权责法定、有效制衡的现代企业制度：股东会作为权力机构，董事会下设战略、风控等专业委员会负责顶层设计与决策，监事会履行监督职责，管理层实行任期制与契约化管理。针对金融行业特有的风险属性，公司建立了覆盖全集团的“三道防线”风控体系及“1+7+N”风险管理制度，并依托数字化手段强化资产端与负债端的穿透式管理，有利于持续保持稳健经营。

图 3: 中国人寿保险(集团)组织架构

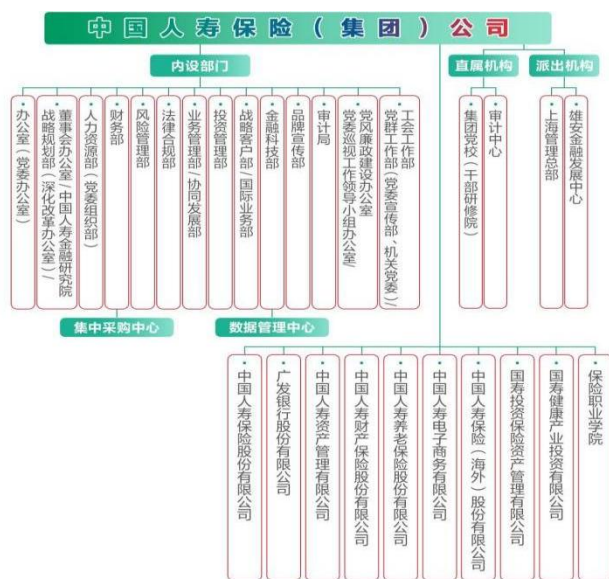


图 4: 中国人寿核心管理人员

姓名	职位	履历
蔡希良	董事长	2024年起任国寿集团董事长。此前曾任中国出口信用保险公司党委副书记、副董事长、国寿集团公司副董事长、总裁等职务。
利明光	总裁	2023年起担任公司总裁、国寿集团副总裁。2026年起任法定代表人。1996年加入公司，先后担任精算责任人、精算部总经理、总精算师、董事会秘书、副总裁、临时负责人。
刘晖	副总裁、首席投资官、董事会秘书	2023年起担任公司副总裁、首席投资官，2025年起担任董事会秘书。曾任职于中国建设银行总行，2005年加入国寿，先后担任国寿资产、公司投资管理部、国寿投控等职务。
阮琦	副总裁、	2018年起担任公司副总裁，2022年起担任首席投资官。曾任公司信息部总经理、首席信息技术执行官、万达信息董事长、国寿电子商务临时负责人等职务。
	首席风险官	
许崇苗	首席合规官	2024年起担任公司首席合规官。曾任公司法律与合规部总经理、公司合规负责人等职务。
侯晋	总裁助理、总精算师	2023年起担任公司总精算师，2025年起担任总裁助理。曾任公司精算部总经理、产品部总经理、临时总精算师等职务。

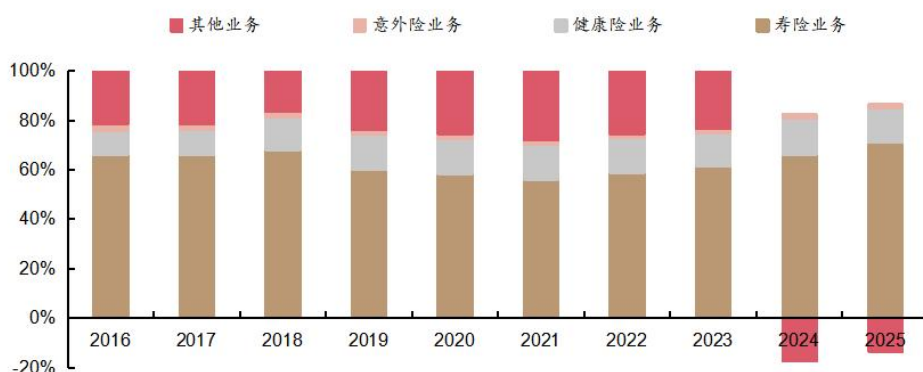
资料来源：中国人寿官网，西部证券研发中心

资料来源：公司 2025 年报，西部证券研发中心

1.4 财务表现：寿险主业驱动，归母净利润连增且稳定分红

中国人寿作为国有大型金融保险企业，业务覆盖保险、养老、资管、银行等多元金融领域。以“一个国寿、一生守护”寿险为核心，通过控股广发银行进行银保协同、布局健康养老产业等，构建保险主业驱动、生态协同赋能壁垒。2025 年，中国人寿的营业收入为 6157 亿元。在营业收入结构上，寿险业务处于核心地位，2016-2025 年寿险业务在营收中的占比均值为 69%，其次为健康险和意外险业务，2016-2025 年均值分别为 14%和 2%。

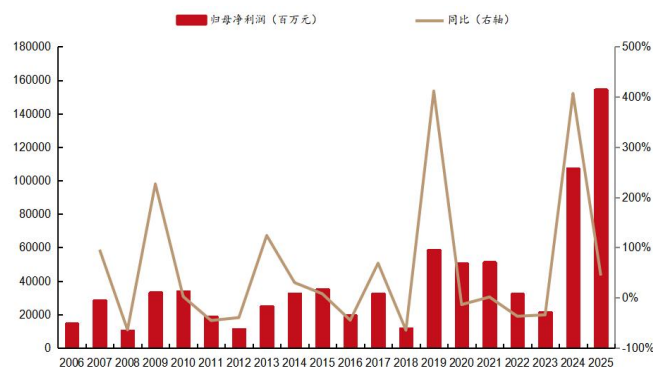
图 5：中国人寿营业收入结构



资料来源：Wind，西部证券研发中心

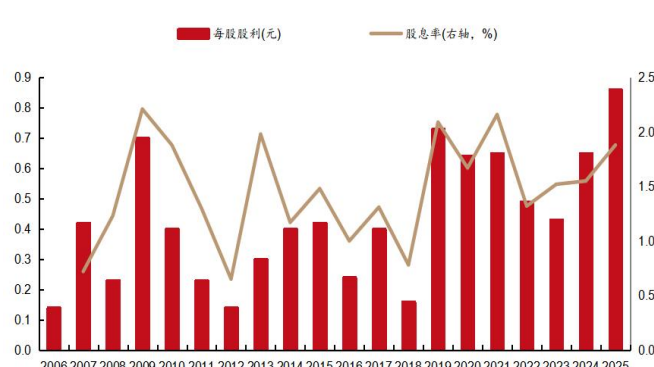
近年来公司归母净利润快速提升，每股股利和股息率呈波动上升趋势。近年来受益于资本市场的回暖，以及新会计准则下 TPL 资产浮盈的充分体现，2024 年以来中国人寿归母净利润快速提升。公司重视股东回报，积极与投资者共享发展成果。截至 2025 年末，公司上市以来累计向股东分红超 2451 亿元。从长期维度看，中国人寿的每股分红以归母净利润为核心基数，以股东可分配利润为基础，保持稳健分红政策。2024 年以来公司实行中期+年度分红，2024 年公司每股分红为 0.65 元，2025 年每股分红 0.86 元，同比增长 32%。

图 6：中国人寿归母净利润及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

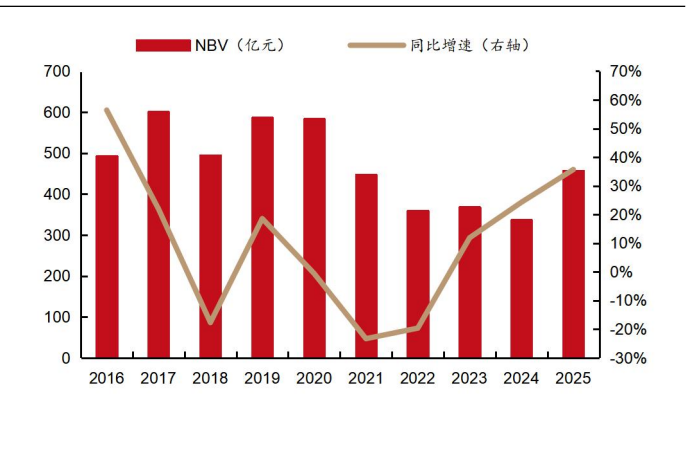
图 7：中国人寿的每股股利与股息率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

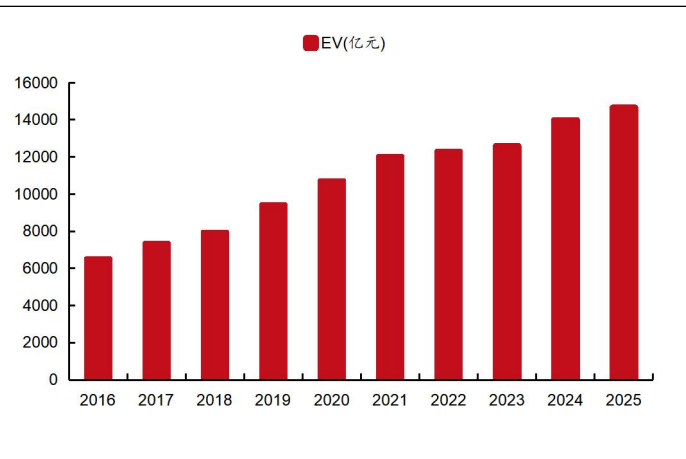
2025 年公司 NBV 增速回升，EV 稳步上涨。NBV 在 2015-2020 年受益于代理人队伍快速扩张和长期保障/储蓄型产品需求旺盛，实现高速增长，2019 年达 587 亿元。2020 年后受宏观经济下行、居民风险偏好降低、代理人脱落加速等因素影响，行业系统性承压，中国人寿 NBV 自 2020 年起连续三年下滑至 360 亿元。但随着渠道改革、产品结构优化、队伍提质增效，2023 年以来中国人寿 NBV 触底反弹，回归快速增长区间。2025 年公司 NBV 已恢复至 458 亿元。EV 则体现中国人寿的长期基本盘，在行业调整期仍保持多年稳步增长。

图 8：2023 年以来中国人寿 NBV 同比快速增长



资料来源：公司历年财报，西部证券研发中心

图 9：中国人寿 EV 稳健增长（亿元）



资料来源：公司历年财报，西部证券研发中心

二、负债端：产品渠道双轮驱动，挪储红利支撑长期扩张

2.1 产品优势：打造“保险+康养”差异化体系

公司坚持“**保险金融+健康养老**”双轮驱动，聚焦健康保险、商业养老金融、养老资管核心业务，落地“健康保险+健康管理”“养老金融+养老服务”融合模式，依托精细化服务打造差异化康养核心优势，持续提升客户生命周期价值与经营韧性。健康生态方面，公司持续迭代医健融合保险产品，落地 200 余个大病保险、140 余个城市定制险及 70 余个长护险项目；2025 年上线在线问诊等普惠及 VIP 健康服务，优化服务流程、升级数智化管控能力，完善全场景健康服务体系。养老生态方面，公司丰富养老金融产品矩阵，满足客户多元配置需求；以“中国人寿嘉园”为核心，布局 CCRC 社区、城心公寓、康养旅居三大业态，截至 2025 年底，已在 16 城落地 20 个养老机构、推出四款旅居产品，可为客户提供医养结合、专业照护、候鸟旅居等一站式康养综合服务。

图 10：中国人寿养老养生项目布局

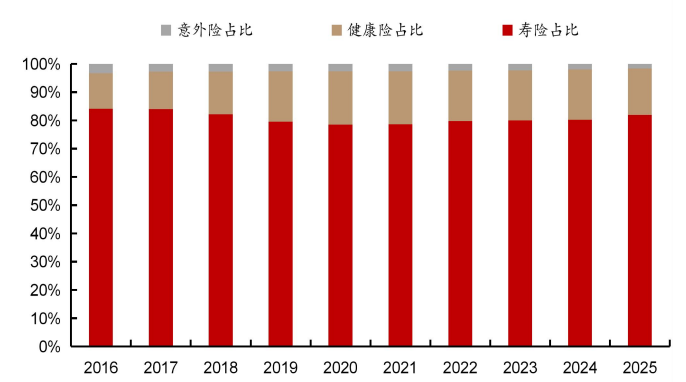


资料来源：新浪财经，西部证券研发中心

公司构建完备多层次保险产品矩阵，业务结构保持稳健。寿险保费长期占总保费比重超 80%，健康险、意外险形成有效补充。保费端增长动能持续修复，2025 年寿险保费同比增速提升至 11%，增长势能显著改善。供给端紧扣居民保障细分需求，围绕财富传承、养

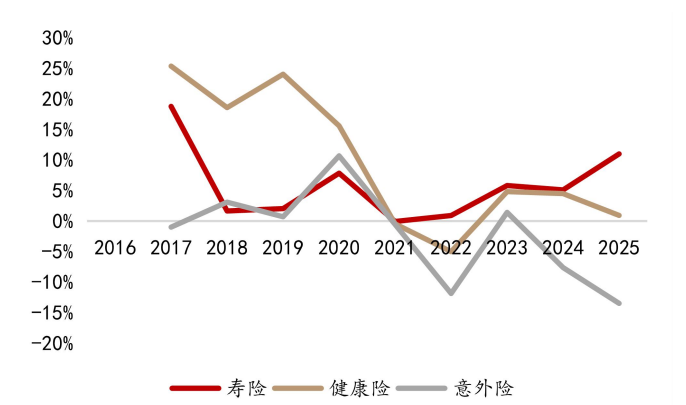
老储备、子女教育、医疗健康等多元场景落地差异化产品供给，精准匹配不同客群、区域的风险保障诉求，持续提升产品适配度与普惠覆盖能力。公司严格践行资产负债联动经营思路，建立预定利率跟随市场利率动态调整机制，持续扩充分红类浮动收益产品供给，2025年分红险占个险首年期交保费比重接近 60%，成为新单保费的重要支撑。公司有望凭借资产负债匹配能力与渠道壁垒，在分红险赛道占据头部生态位，驱动新单保费与 NBV 持续增长。

图 11：中国人寿分险种保费结构



资料来源：公司历年财报，西部证券研发中心

图 12：中国人寿分险种保费同比增速



资料来源：公司历年财报，西部证券研发中心

2.2 渠道优势：多元渠道协同发力，实现高质量增长

个险代理人队伍转型升级。过去数年，人身险行业面临“增员难、留存难、需求弱”的三重压力，进入深度调整期。在此背景下，公司个险渠道2023年开始实行以“种子计划”为引擎的队伍改革战略，率先突围、实现从承压调整向价值领跑的跨越。“种子计划”通过“精准定位+扁平架构+多元招募+体系赋能”重塑了代理人作业逻辑，摒弃单纯的产品推销，转向聚焦中端及以上市场的“金融保险规划师”。该模式成效显著——2023年试点启动即带动个险首年期交保费同比增长12.6%，2024年深化扩围至24城，2025年推动个险人均新业务价值创新高。

表 2：中国人寿个险渠道改革“种子计划”

特点	核心内容
定位精准化	聚焦县城及以上中端客户市场，向下辐射普惠市场、向上延伸高端市场，提供健康、养老、财富管理等一站式解决方案，而非局限于单一保险产品销售。
架构扁平化	从“一人多职”转向“专业专注”，设立总监、合伙人、规划师三级角色，明确售前需求挖掘、售中方案定制、售后持续服务的全流程专业分工。
招募多元化	采取“公司招募+个人招募”模式，面向高学历、高自主、高潜质的城市白领等跨界人才。
赋能体系化	构建涵盖金融、营销、健康、养老、管理的多维能力培养体系，同时依托集团综合金融优势，提供“保险+银行+投资”生态赋能。
试点渐进式	2023 年从深圳等 8 个城市启动试点，2024 年扩展至 24 个城市，2025 年目标建立 3-5 个成熟样板工程。

资料来源：腾讯新闻，西部证券研发中心

中国人寿代理人队伍体量长期位居行业首位。行业门槛放开后公司人力快速扩容，2019年代理人规模峰值达 161 万人；伴随行业清虚转型推进，人力规模持续出清调整，2023年起总量基本企稳。2025 年公司个险销售人力 58.7 万人，规模显著领跑同业；全年人力同比仅小幅下滑 4.6%，优增人力同比大增 40%，队伍持续向年轻化、高学历、专业化迭代。人均产能维度，公司人均首年新单保费处于头部险企中游区间。近年来公司月度人均首年新单保费整体呈上升趋势，2025 年达 15184 元，同比下降 4.5%，相较于中国平安仍有一定差距，核心系公司人力基数庞大、人员分层结构差异所致。展望后续，公司持续落

公司深度研究 | 中国人寿

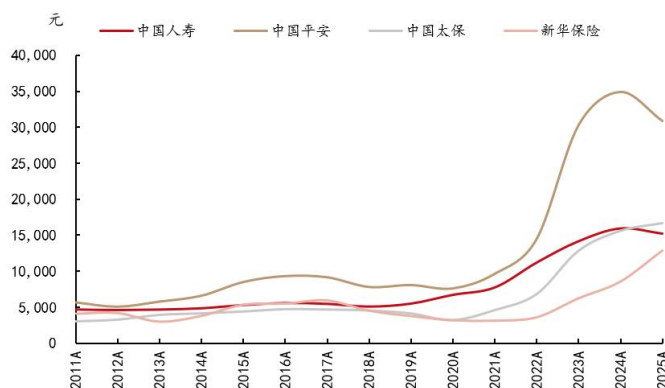
地优增引进、绩优团队培育策略，业务端聚焦高价值长期期交产品优化销售结构，队伍人均产能提升空间充足，与同业头部标的的差距有望持续收敛。

图 13：上市险企代理人数量（万人）



资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

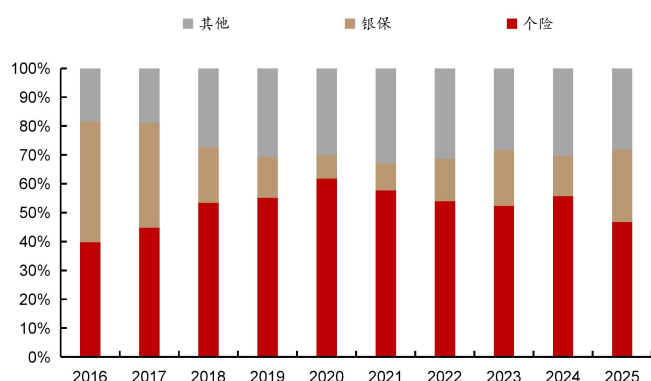
图 14：上市险企首年新单保费（元/人/月）



资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

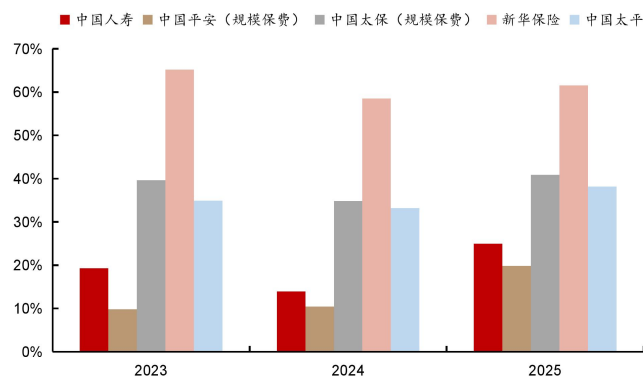
银保渠道已成为中国人寿重要的战略支撑。2023 年银保渠道实行“报行合一”以来，已经成为保险公司重要的价值渠道，中国人寿持续深化与银行机构的合作，2025 年银保渠道实现新单保费 585 亿元，同比增长 95.7%；银保渠道新单保费占比达到 25.0%，同比提升 11pct。横向对比上市险企，公司银保新单保费占比仍处于行业低位，整体渠道结构均衡稳健，同时尚存充足的渠道优化与业绩增量空间。渠道与人力维度看，公司持续深化银企战略合作，2025 年合作银行机构超百家，有效出单网点达 7.7 万个，同比增长 25.9%；公司同步夯实专业化人力底座，银保专属客户经理规模达 2.0 万人，全员人均产能同比提升 53.7%，充分验证了公司银保渠道专业化、精细化、高效化的转型成效，为渠道长期持续高质量发展筑牢坚实根基。

图 15：中国人寿分渠道新单保费结构



资料来源：公司历年财报，西部证券研发中心

图 16：上市险企银保渠道新单保费占比

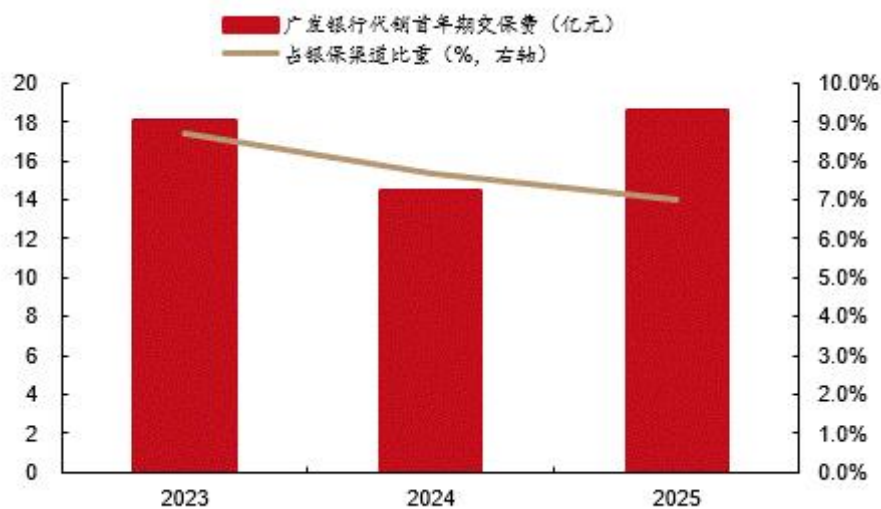


资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

公司与控股广发银行形成成熟银保协同体系，依托股权纽带打通渠道、客户、产品全链路，形成差异化银保发展格局。2010 年，广发银行开始与中国人寿的“银保通”业务系统对接，代理销售中国人寿保险产品。2016 年，中国人寿以 44% 持股比例成为广发银行单一最大股东，双方并召开全面业务协同启动大会，银保合作新格局正式开篇。2025 年，广发银行代理公司银保首年期交保费 18.6 亿元，占银保渠道整体的 7%。除广发银行外，中国人寿持续推进银保渠道全域布局。公司围绕银保代销、养老金融、资产托管等方向深化银企战略合作，在巩固“四行两邮”传统优势的同时，加快构建“6+10+N”的均衡布局。

截至 2025 年末，合作银行数量突破百家；银保新单出单网点达 7.7 万个，同比+25.9%，核心星级网点同比增速达 49.1%，渠道高质量网点扩张成效显著。

图 17：中国人寿由广发银行代销首年期交保费

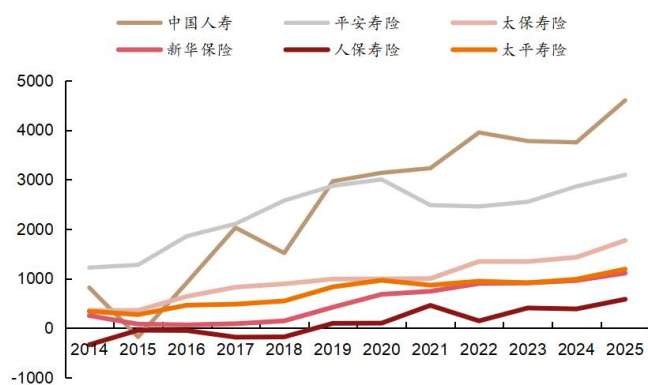


资料来源：公司历年财报，西部证券研发中心

2.3 优质产品和渠道加持下，现金流韧性强，AUM 稳健扩容

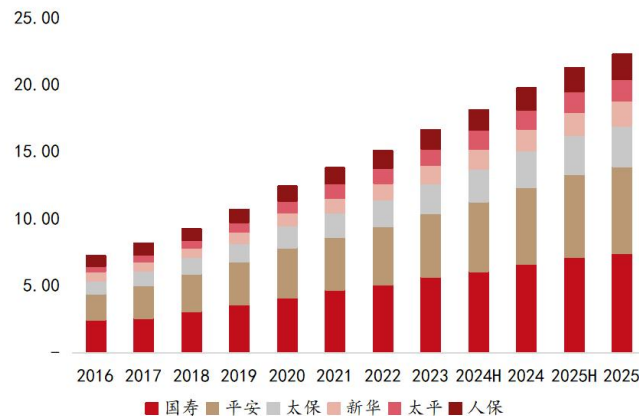
从经营现金流维度观察，近年来中国人寿展现出稳健的增长动力。公司确立了龙头引领、稳健扩张的增长态势：依托“庞大的个险基盘+‘种子计划’队伍改革+广发银行保银协同”的三维驱动，实现了经营现金流规模的跨越式增长——从 2016 年的不足千亿，攀升至 2025 年的超 4500 亿元。充沛且持续优化的现金流，一方面为其在资产端开展长周期、高价值的资产配置提供了坚实的资金底座，显著增强了其穿越利率周期的能力，另一方面通过“保险+康养”生态闭环增强了客户资金的黏性沉淀，推动 AUM 在“稳规模、调结构”的战略导向下实现高质量的内生性增长。

图 18：上市险企经营性现金流变化（亿元）



资料来源：13 精，西部证券研发中心

图 19：上市险企投资资产规模变化（万亿元）

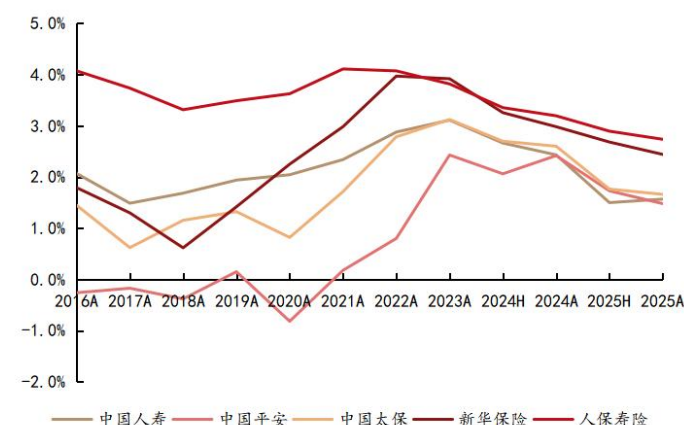


资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

2.4 成本控制能力较强

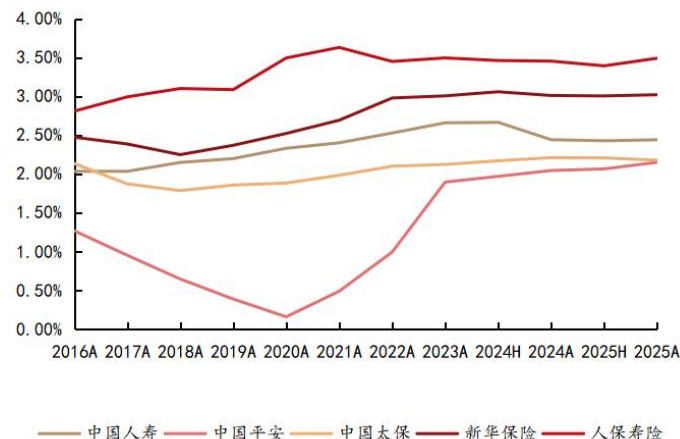
中国人寿成本管控持续精进，NBV打平收益率呈下行趋势，带动VIF打平收益率走平。行业层面，2023年银保渠道全面推行“报行合一”规范渠道费用投放，叠加预定利率持续下调，行业整体产品新单价值中枢下移，2025年全行业加速向分红类价值险种切换，共同降低板块NBV打平收益率中枢；公司层面，核心依托价值产品迭代、银保个险双渠道均衡布局、精细化运营体系多维协同驱动。产品端持续加大高价值长期储蓄、养老保障类险种供给，优化产品利润结构；渠道端坚持代理人提质增效叠加银保“6+10+N”全域矩阵扩容，自有广发银行股权协同释放内生渠道红利，实现多元渠道流量高效转化，兼顾规模扩容与单位渠道成本下行，公司抗周期属性突出。

图 20：上市险企 NBV 打平收益率呈下降趋势



资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

图 21：上市险企 VIF 打平收益率走平



资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

三、资产端：投资兼具弹性与跨周期性

3.1 大类资产配置：固收为基，权益增强

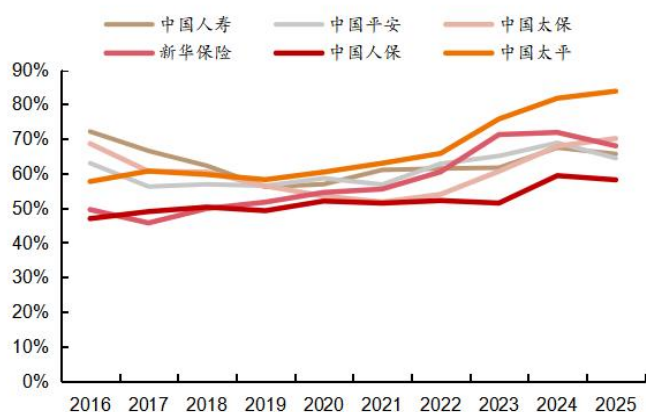
公司恪守“固收为基、权益增强、多元增厚”大类资产配置框架，秉持中长期稳健投资思路，持续深化资产负债联动精细化管理，动态调优大类资产结构。固收资产作为组合压舱石，低风险固收类资产（存款+现金与现金等价物+债券）合计占比稳定在六成以上，累计配置了3万元长期债券，优化资负匹配、增厚组合利差安全垫，2025年末债券配置比例57.4%。

权益端为公司近年来核心增配主线。2025年末公司股票+基金合计占比抬升至16.9%，同比大幅上行4.7pct；拆分来看股票占比11.3%（同比+3.7pct）、基金占比5.7%（同比+1.0pct），权益仓位提升幅度位居上市险企前列。投资端锚定新质生产力、高股息红利两大结构性主线，同时灵活运用OCI、TPL会计分类熨平短期收益波动，有望补充捕捉市场行情兑现业绩弹性。



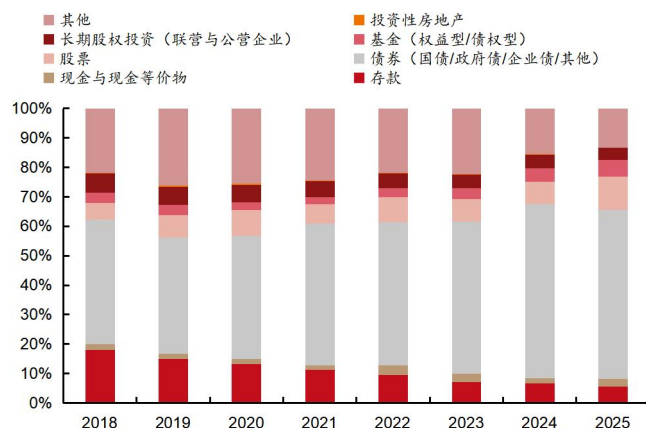
公司深度研究 | 中国人寿

图 22：上市险企债券占总资产的比重变化



资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

图 23：中国人寿的资产配置历史变化

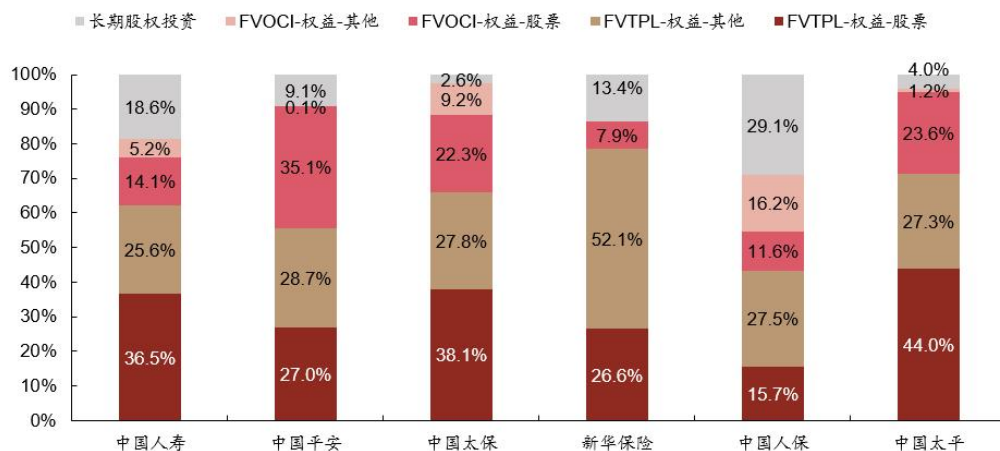


资料来源：公司历年财报，西部证券研发中心

3.2 权益结构分化：TPL股票占比高但趋降，OCI股票占比抬升

从权益配置结构来看，中国人寿 TPL 股票占比居行业高位，权益投资弹性突出。新准则下，中国人寿采取了相对进取的权益会计政策，FVTPL 股票占比长期领先同业，2025 年中国人寿 FVTPL 资产占权益资产比例为 62%，在上市险企中处于较高水平。在 2025 年权益市场中枢提升的背景下，这一配置策略提升了公司的权益弹性。

图 24：2025 年上市险企权益资产配置结构

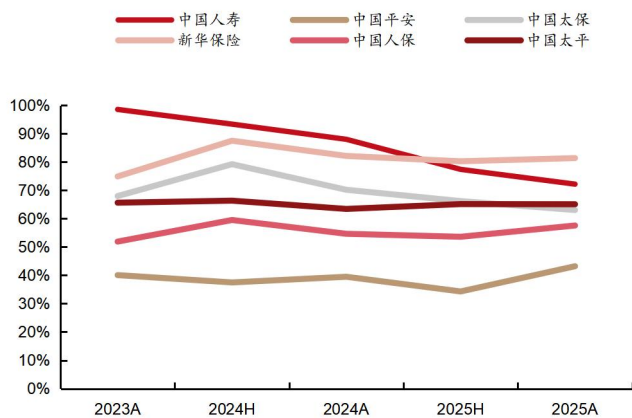


资料来源：各公司 2025 年财报，西部证券研发中心

公司 OCI 权益占比连续三年稳步抬升，持续落地长期资金入市。对比上市同业，公司 OCI 股票占比相对偏低水平，我们认为，这是因为其过往更侧重通过 TPL 资产释放业绩弹性，且在会计准则切换初期相对同业更为审慎。近年来，面对低利率环境持续、传统固收收益承压、优质非标供给稀缺的行业现状，公司为平抑利润表波动、获取稳定股息收益以替代固收票息，持续加码 OCI 权益配置。截至 2025 年末，公司 OCI 股票占股票总投资的比重提升至 27.8%。

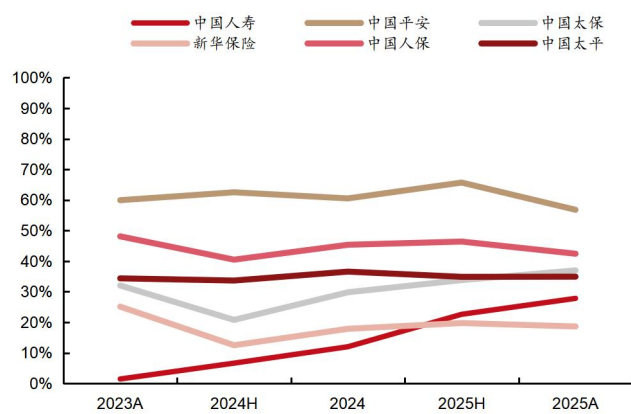
公司深度研究 | 中国人寿

图 25：上市险企 TPL 股票占股票的比例



资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

图 26：上市险企 OCI 股票占股票的比例



资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

同时，中国人寿积极响应保险资金“长钱长投”的导向，加大长期股票投资力度。中国人寿联合新华保险出资鸿鹄基金一、二、三期，合计规模 925 亿元，该部分投资计入长期股权投资，底层资产以高股息标的为主。公司通过持续优化权益资产会计结构，动态平衡业绩弹性与经营稳健性，进一步完善多元化权益投资布局。

表 3：鸿鹄基金基本介绍

规模		主要投向
第一期	500 亿元	鸿鹄志远一期总规模为 500 亿元，是我国首只保险系私募证券投资基金，截至 2025 年 3 月已经完成全部投资。2026 年一季度末，主要持有伊利股份、陕西煤业、中国电信、贵州茅台等红利标的。
第二期	200 亿元	2025 年 4 月，新华保险拟与中国人寿各出资 100 亿元认购私募基金份额，基金暂定名称为国丰兴华鸿鹄志远二期私募证券投资基金。投资范围中证 A500 指数成分股中符合条件的大型上市公司 A+H 股。
第三期	225 亿元	2025 年 6 月，新华保险与中国人寿拟各出资 112.5 亿元认购私募基金份额，主要投向中证 A500 指数成分股中符合条件的大型上市公司 A+H 股。

资料来源：新浪财经，腾讯新闻，东方财富网，西部证券研发中心

3.3 投资收益率：NII 下滑趋势放缓，CII 持续改善

从上市险企投资收益率（可比口径）看¹：净投资收益率方面（NII），受经济复苏放缓、利率下行影响，主要依托固收资产的净投资收益率呈下降趋势，中国人寿持续加码高股息资产，形成一定托底作用；总投资收益率方面（TII），2024 年以来伴随 A 股市场回暖，在公司权益投资占比较高、投资能力强的加持下，总投资收益率实现明显反弹；综合投资收益率方面（CII），公司把握市场周期机遇，稳步加大权益市场布局力度，借助鸿鹄基金

¹ 可比口径下的投资收益率计算方法如下：

（1）净投资收益率=（股息收入+利息收入+房地产租金收入+应付联营企业和合营企业收益）/（年初投资资产+半年末投资资产）*2。此处将生息类资产、投资性房地产以及长期股权投资贡献的相对稳定释放的股息、利息、租金和权益法核算的长股投投资收益作为净投资收益。

（2）总投资收益率=（净投资收益+买卖价差收入+公允价值变动损益+投资资产减值损失）/（年初投资资产+半年末投资资产）*2。此处净投资收益基础上，将反映在利润表里与资本市场波动有关的不确定性投资收益计入，包括处置资产的价差收益、二级市场股票、基金和债券的市值变动损益以及各类投资资产减值损失。

（3）综合投资收益率=（总投资收益+OCI-权益工具公允价值变动损益）/（年初投资资产+半年末投资资产）*2。此处总投资收益基础上，将未反映在利润表里（反映在净资产中）的 OCI-权益投资（包括股票、永续债等权益资产）的市值变动损益计入。

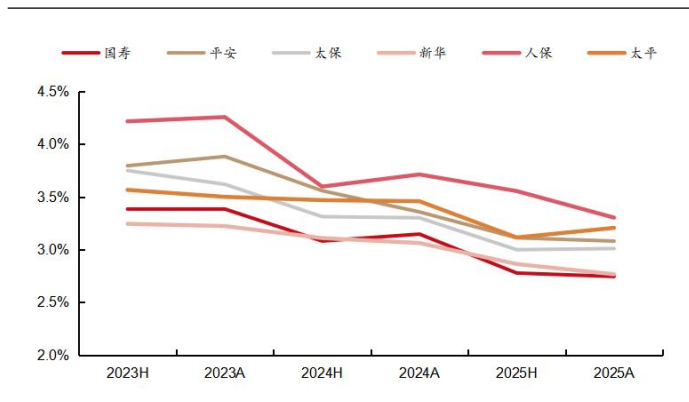
从收益属性来看，利息、股息、租金等资产收益本身具备较强稳定性，现金流释放节奏相对可预期；同时，当前 A 股趋势向上，险资持仓的权益类资产市值上涨也呈现出持续性。为更客观、完整地反映上市险企全年维度的真实投资收益率水平，避免短期数据波动对整体收益判断的干扰，我们对上述净投资收益率、总投资收益率、综合投资收益率公式中涉及的所有指标，均统一进行了年化处理。

15 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司深度研究 | 中国人寿

等长线投资载体沉淀优质权益筹码，综合投资收益率显著改善，2025 年达 5.5%，位居上市险企中上水平。

图 27：上市险企净投资收益率



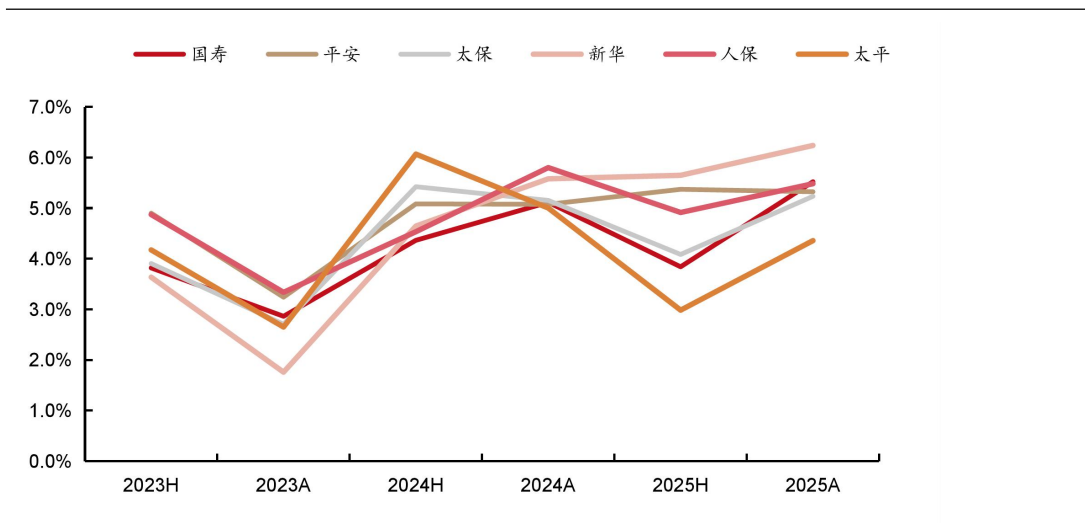
资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

图 28：上市险企总投资收益率



资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

图 29：上市险企综合投资收益率



资料来源：各公司历年财报，西部证券研发中心

2026 年 7 月 15 日，中国人寿发布中报业绩预告：2026H1 归母净利润预计为 1289~1371 亿元，同比+215%~235%；其中 Q2 归母净利润预计为 1094~1176 亿元，同比+802%~870%，盈利规模仅略低于 2025Q3（1269 亿元）。二季度业绩大幅上行，主要系去年同期低基数与权益市场显著回暖双重驱动。2025 上半年 A 股震荡走弱，行业投资收益承压；2026Q2 沪深 300、创业板指分别上涨 12%、36%，显著增厚权益投资收益。资产结构看，2025 年公司股票+基金配置比例 17%，TPL 股票/股票为 72%。新准则下 TPL 资产浮盈直接反映在当期损益，充分捕捉结构性行情收益。

7 月 21 日公司表示：将发挥耐心资本优势，持续推进权益市场投资，继续加大对各领域优质核心资产的布局，积极服务新质生产力和经济高质量发展，支持资本市场长期投资价值不断提升。我们认为，依托保险资金长久期属性，公司将持续挖掘权益市场投资机遇，重点布局新质生产力方向核心资产，深度把握国内产业升级机遇。在资本市场稳步发展的环境下，公司长期成长空间广阔。

四、盈利预测和估值展望

保费收入：参考 2025 年保费收入情况，同时考虑低利率下分红险全面转型，2026 年有望保持较高保费增速。其中，银保渠道已成为公司寿险业务的重要增长极，价值贡献显著，预计 2026-2028 年银保保费增速为 10.5%/9.6%/10.8%；个险渠道在报行合一政策引导下持续清虚提质，代理人规模逐步触底、人均产能稳步提升，保费增速预计由低位回升，2026-2028 年个险保费增速预计为 8.0%/7.7%/7.7%。综合来看，2026-2028 年公司规模保费收入增速预计为 8.0%/7.5%/7.7%，其中新单保费增速为 7.0%/5.4%/6.1%，续期保费增速为 8.4%/8.5%/8.5%。

EV/NBV：伴随报行合一政策在全渠道落地、产品结构持续优化，公司新业务价值率有望继续提升。结合 2025 年经营表现，我们预计 2026-2028 年 NBV 将实现 8.0%/6.5%/6.7% 的同比增速。在新业务价值持续释放与存量业务价值贡献下，EV 将保持稳健增长，预计 2026-2028 年 EV 增速分别为 12.1%/9.5%/9.6%。

表 4：中国人寿核心指标预测

单位：亿元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
新单保费	2142	2341	2506	2642	2803
同比	1.6%	9.3%	7.0%	5.4%	6.1%
新业务价值	337	458	494	526	561
同比	-8.5%	35.7%	8.0%	6.5%	6.7%
内含价值	14011	14679	16454	18013	19745
较年初变动	11.2%	4.8%	12.1%	9.5%	9.6%
营业收入	5286	6157	6738	7246	7908
同比	30.5%	16.5%	9.4%	7.6%	9.1%
归母净利润	1069	1541	1761	1861	2061
同比	108.9%	44.1%	14.3%	5.6%	10.8%

资料来源：公司历年财报，西部证券研发中心

估值及投资建议：从 PEV 角度来看，当前中国平安、中国太保、新华保险三家的 PEV 估值分别为 0.60 倍、0.50 倍和 0.62 倍，中国人寿当前 PEV 估值为 0.65 倍，高于上市险企同业。参考公司 2021 年以来的估值水平处在 0.5~1.0 倍区间，我们认为，伴随分红险在负债端的转型不断深入，叠加公司权益配置比例较高、投资能力强，在资本市场向好的趋势里有较强的业绩成长空间，应该给予更高的估值，给予 0.80 倍 PEV，对应 2026 年目标价 46.53 元，向上空间约 22.4%，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值情况

代码	名称	股价（元）	市值（亿元）	内含价值（亿元）	PEV 估值（倍）	未来三年归母净 利润 CAGR
601318.SH	中国平安	54.02	9,782	16176	0.60	9.7%
601601.SH	中国太保	32.02	3,080	6134	0.50	8.1%
601336.SH	新华保险	63.31	1,975	3170	0.62	7.5%
3 家可比公司均值					0.58	
601628.SH	中国人寿	38.05	10,755	16454	0.65	10.2%

资料来源：各公司财报，Wind，西部证券研发中心；日期为 2026 年 8 月 5 日

注：1) EV 方面，中国太保为 2025 年报数据，中国平安、新华保险、中国人寿采用 2026 年西部证券研发中心预测值；2) 未来三年归母净利润 CAGR 方面，中国太保采用 Wind 一致预期，中国平安、新华保险、中国人寿为西部证券研发中心预测值

五、风险提示

- 1) 利率下行风险：经济环境承压可能推动长端利率进入长期下行通道，保险资产端收益率下降，与负债端成本的匹配难度加大，利差损风险显著上升。
- 2) 权益市场波动风险：权益市场若出现向下波动，将直接影响保险资产端的投资收益，进而拖累利润表现。
- 3) 保费承压风险：预定利率下调及分红险转型过程中，产品吸引力可能阶段性减弱，导致保险公司保费增长乏力。
- 4) 自然灾害频发：主要影响财险和再保险业务经营，若自然灾害频发，赔付率或上行。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（亿元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表（亿元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	865	1,433	1,595	1,774	1,972	保险服务收入	2,082	2,141	2,313	2,486	2,679
定期存款	4,385	4,187	4,660	5,182	5,762	利息收入	1,210	1,283	1,428	1,588	1,766
交易性金融资产	19,081	20,673	23,009	25,586	28,452	投资收益	704	1,985	1,511	1,527	1,641
债权投资	1,968	1,740	1,937	2,153	2,395	公允价值变动收益	1,182	633	1,366	1,519	1,691
其他债权投资	34,589	39,260	43,697	48,591	54,033	汇兑收益	0	-3	-4	-4	-4
其他权益工具投资	1,718	3,179	3,538	3,934	4,375	其他收益	1	1	1	2	2
分出再保险合同资产	307	300	330	363	399	其他业务收入	107	116	122	128	135
长期股权投资	3,021	3,078	3,426	3,809	4,236	营业收入	5,286	6,157	6,738	7,246	7,908
投资性房地产	123	117	130	145	161	保险服务费用	-1,805	-1,487	-1,606	-1,727	-1,861
固定资产	478	489	587	704	845	承保财务损失	-2,100	-2,589	-2,830	-3,090	-3,370
递延所得税资产	400	344	413	496	595	营业支出	-4,130	-4,337	-4,657	-5,049	-5,474
其他资产	232	398	1,251	1,249	1,124	营业利润	1,156	1,820	2,080	2,198	2,434
资产合计	67,695	75,910	84,573	93,986	104,349	净利润	1,089	1,566	1,789	1,891	2,094
交易性金融负债	535	820	861	904	949	所得税	-63	-251	-287	-303	-335
卖出回购金融资产款	1,516	3,319	3,485	3,659	3,842	少数股东权益	20	25	28	30	33
预收保费	352	352	506	532	558	归属于母公司股东的净利润	1,069	1,541	1,761	1,861	2,061
保险合同负债	58,250	63,761	69,713	76,110	83,004						
应付债券	2	3	370	388	407	每股指标及估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
其他负债	1,277	895	1,151	1,212	1,277	EPS（元）	3.78	5.45	6.23	6.58	7.29
负债合计	62,483	69,826	76,085	82,805	90,037	BPS（元）	18.03	21.06	29.38	38.70	49.54
归属于母公司股东权益合计	5,097	5,952	8,304	10,939	14,001	NBVPS	1.19	1.62	1.75	1.86	1.99
少数股东权益	116	132	184	242	310	EVPS（元）	49.57	51.93	58.21	63.73	69.86
股东权益合计	5,212	6,084	8,488	11,181	14,311	ROE	25.5%	27.9%	24.7%	19.3%	16.5%
						PE（倍）	10.06	6.98	6.11	5.78	5.22
价值指标（亿元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	PB（倍）	2.11	1.81	1.30	0.98	0.77
NBV	337	458	494	526	561	PNBV	31.90	23.51	21.76	20.44	19.16
EV	14,011	14,679	16,454	18,013	19,745	PEV（倍）	0.77	0.73	0.65	0.60	0.54

数据来源：公司历年财报，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告。本报告清晰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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。