中国人寿(601628.SH/02628.HK)

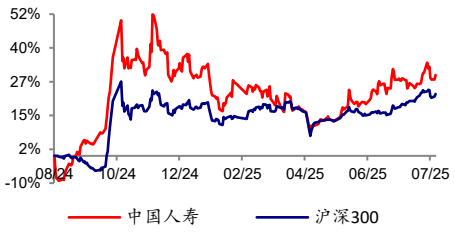
价值增长与防风险并重，兼具业绩和估值弹性

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	41.25 元/22.88 港元
合理价值	53.79 元/32.68 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-08-05

基本数据

股票代码	601628.SH	02628.HK
总股本（百万股）	28264.71	28264.71
流通股本（百万股）	20823.53	7441.18
总市值 （百万）	1,165,919 元	646,696 港元
一年内最高/低价	49.10-29.36 元	23.25-10.10 港元
30 日日均成交量（百万股）	15.76	109.13
30 日日均成交额（百万）	645 元	2,321 港元
近 3 个月涨跌幅（%）	13.36	61.14

相对市场表现



核心观点：

- 中国人寿作为我国寿险龙头，价值增长与防风险并重下利差损风险有效化解，权益占比高充分受益股市上行，兼具业绩和估值弹性。
- **负债端：价值增长与防风险并重，有效管控负债成本和久期缺口。**（1）公司高管履历丰富且总裁均出自国寿体系，深谙保险行业营销之道，且熟知中国人寿的经营特点、优劣势，有利于制定顺应行业发展又符合公司情况的经营方针。（2）2017-2024 年价值增速领先同业，近年来公司主推中期年金，有效管控负债成本和久期，24 年 NBV 打平收益率 2.43%仅次平安，VIF 打平收益率 2.44%率先迎拐点。新单增速偏弱但代理人质态向好，规模率先企稳，2020 年提升人均产能，个险价值率保持前列，价值率提升驱动价值增长优于同业。（3）公司保险合同负债折现率为即期利率，计量的保险合同负债较大，净资产较为充实。（4）公司具备丰富的储蓄类客户，且退保率最低体现保单质量。
- **资产端：资负匹配优于同业，权益弹性空间较大。**公司在 2021 年仅次于平安开始加大国债配置以拉升资产久期，预计久期缺口优于同业。其次，权益类资产占比高而充分受益股市上行预期，监管放松偿付能力约束和加强长周期考核，权益配置比例仍有提升空间。
- **估值：公司 AH 溢价率高于同业，H 股具备估值弹性。**公司 H 股 2025E PEV 估值为 0.38 倍， AH 溢价率最高，对应反映隐含投资收益率预期仅 1.3%，而公司 PB 估值略高主因折现率选择谨慎导致净资产较真实。假设公司预期投资收益率 3.0%，对应合理 PEV 估值为 0.77X。
- **盈利预测与投资建议：**公司中长期经营质态向好，利差趋势边际改善，我们预计公司 25-27 年 EPS 为 3.43/3.70/3.99 元/股，采用 EV 估值法给予 A 股和 H 股 PEV 分别 1.0X 和 0.6X，对应合理价值为 53.79 元/股和 32.68 港元/股，均给予“买入”评级。（HKD/CNY=0.91）
- 风险提示：新单增长不及预期、资本市场不确定性、监管环境加严。

盈利预测：

CNY	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
内含价值（百万元）	1,260,567	1,401,146	1,526,331	1,696,140	1,899,676
增长率（%）	2.4%	11.2%	8.9%	11.1%	12.00%
NBV（百万元）	36,860	33,709	30,001	32,701	36,625
归母净利润（百万元）	46,181	106,935	97,072	104,619	112,729
增长率（%）	-30.74%	131.56%	-9.22%	7.77%	7.75%
EPS（元/股）	1.63	3.78	3.43	3.70	3.99
PEV	0.92	0.83	0.77	0.71	0.65
ROE	9.68%	20.98%	16.87%	15.77%	14.75%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

分析师： 刘淇
SAC 执证号：S0260520060001
0755-82564292
liuqi@gf.com.cn
分析师： 陈福
SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn
分析师： 唐关勇
SAC 执证号：S0260525070004
tangguanyong@gf.com.cn

请注意，刘淇,唐关勇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、负债端：稳健增长超预期，防控风险最审慎 5
（一）管理层：高管履历丰富，深谙保险经营之道 5
（二）经营成果：价值增长与防风险并重，存量负债成本率先迎拐点 6
（三）资产质量：保险合同负债选择的折现率最审慎，净资产较为充实 12
（四）发展优势：丰富的储蓄类客户，保单质量优于同业 13
二、资产端：资负匹配较好，权益弹性空间大 14
（一）固收：加大债券配置比例拉长久期，预计久期缺口优于同业 14
（二）权益：充分受益股市上行机遇，多措并举引导权益配置再提升 16
（三）投资能力：综合投资收益率差距缩窄 18
三、估值：AH 溢价率高于同业，H 股具备估值弹性 19
（一）多维度对比：港股估值低于同业，PB 估值偏高或因净资产较充实 19
（二）估值空间：H 股反映投资收益率预期仅 1.3%，合理估值 0.77 倍 21
四、盈利预测和投资建议 23
五、风险提示 24

图表索引

图 1：中国人寿在 2019 年提出重振国寿战略.....6
图 2：中国人寿在 2024 年提出 333 战略.....6
图 3：2017-2024 年上市险企 NBV 复合增速.....6
图 4：2017-2024 年上市险企新单保费复合增速.....6
图 5：上市险企 2017-2024 年的 NBVM 降幅低于同业.....7
图 6：上市险企代理人规模较年初趋势.....8
图 7：上市险企手续费/新单保费比重.....9
图 8：中国人寿手续费占新单保费比重趋势.....9
图 9：中国人寿 2024 年即期年金的 IRR 曲线.....10
图 10：上市险企 NBV 打平收益率对比.....11
图 11：上市险企 VIF 打平收益率对比.....11
图 12：保险合同负债折现率情况对比.....13
图 13：中国人寿的新单保费险种结构对比.....13
图 14：10 年期以上新单期交保费占比.....13
图 15：上市险企退保率对比.....14
图 16：A 股上市险企动态 PEV 趋势.....20
图 17：A 股上市险企动态 PB 趋势.....20
图 18：H 股上市险企动态 PEV 趋势.....20
图 19：H 股上市险企动态 PB 趋势.....20
图 20：上市险企平均 AH 溢价率.....21

表 1：中国人寿历任总裁履历.....5
表 2：上市险企个险渠道新业务价值率对比.....7
表 3：上市险企人均新单保费对比（元/人/月）.....8
表 4：2022-2025 年上市险企开门红产品种类对比.....9
表 5：2024 年上市险企开门红的 IRR 产品对比.....10
表 6：上市险企 NBV 对投资收益率的敏感性.....10
表 7：上市险企 VIF 对投资收益率的敏感性.....11
表 8：上市险企保险合同负债计量折现率对比.....12
表 9：上市险企 CSM 变动情况.....12
表 10：上市险企固收资产结构对比.....14
表 11：上市险企债券品种占比.....15
表 12：上市险企净资产受利率的利率敏感性情况对比.....16
表 13：上市险企权益类资产占比（含长期股权投资）.....16
表 14：上市险企公开市场权益对比.....17
表 15：上市险企股票资产会计分类结构.....17
表 16：2025 年以来监管引导保险资金入市的政策梳理.....17
表 17：统一口径下上市险企投资收益率对比.....18
表 18：三种估值方法对比.....19
表 19：上市险企 EV 对风险贴现率的敏感性.....20

表 20：当前估值反映的上市险企投资收益率预期 21
表 21：上市险企的新增总投资收益率预测 22
表 22：上市险企 2025-2030 年总投资收益率预测 22
表 23：上市险企估值空间测算 23

一、负债端：稳健增长超预期，防控风险最审慎

（一）管理层：高管履历丰富，深谙保险经营之道

中国人寿历任高管均出自国寿内部体系提拔，具备深厚的保险行业从业经历，同时充分了解公司的经营特点和优劣势，在营销管理、区域经营、精算管理等方面经验丰富，有利于制定符合行业发展、符合中国人寿的经营战略。中国人寿作为我国财政部旗下的寿险龙头企业，具备“国家控股+市场化运作”的综合特征，公司管理层延续了“体系内部提拔+经验丰富型”的人才选拔模式，如万峰先生（2007–2014年）早年曾任中保寿深圳分公司总经理，拥有超过30年的行业经验；林岱仁先生（2014–2018年）曾任江苏省分公司总经理，从业逾31年；苏恒轩先生（2018–2021年）在河南分公司长期任职，具备25年的管理经验；赵鹏先生（2022–2023年6月）历任财务处长及多个省级分公司要职，熟悉财务与区域运营；现任总裁利明光先生自1996年加入国寿，曾担任总精算师十年，拥有27年专业积淀，2023年起出任总裁，深谙公司产品设计与精算风险控制。中国人寿的管理层具备“稳定性强、内部体系培养、专业能力突出”等特点，有助高管准确把握国寿优势，制定更贴合公司实际和行业趋势的经营战略，从历任总裁的履历可以发现，中国人寿的管理层选拔时顺应了行业的发展趋势，在2023年及以前行业处于利率相对较高的水平，行业更加注重业务的发展，公司的总裁均出自于业务方面，而在2023年人身险行业面临的挑战在于如何应对低利率环境，而公司的总裁便由此前的总精算师利明光先生担任，统筹资产和负债的联动发展，更好的抵御利率下行的趋势。

表 1：中国人寿历任总裁履历

国寿总裁	任职期间	履历
万峰	2007-2014	1997-1998 是中保寿深圳分公司总经理，从事人寿保险 30 余年
林岱仁	2014-2018	1996-2003 年是中保寿江苏省分公司总经理，从事人寿保险 31 年
苏恒轩	2019-2021	1998-2003 年中国人寿保险公司河南省分公司副总经理、代理人管理处处长、个险处处长，从事人寿保险业务 38 年
赵鹏	2022-202306	1995-2003 年任中国人寿财务部处长，2014-2015 年任中国人寿江苏省总经理
利明光	202307-至今	2012-2022 年担任中国人寿总精算师，1996 年加入中国人寿，从业 27 年

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

中国人寿经营战略一脉相承，助推公司价值增长与防风险并重。公司自2019年开启新一轮改革，提出“重振国寿、持续增长”的战略，实施三大转型、以客户为中心、强化总部大脑、聚焦价值和大个险等战略内核，2021年实施“高质量发展”，继续坚持市场化改革，提升发展质量、提高资源使用效率、强化创新赋能，2025年公司进一步全面深化改革，提出高质量发展的“333”战略，以世界一流金融保险集团为目标，打造保险保障和财富管理两大价核心驱动力，培育三大新增长极、打造三大新上市平台、深化三大工程。2025年坚定分红险转型战略，一季度分红险占比超50%。

图 1：中国人寿在2019年提出重振国寿战略



数据来源：公司 2020 年投资者开放日，广发证券发展研究中心

图 2：中国人寿在2024年提出333战略



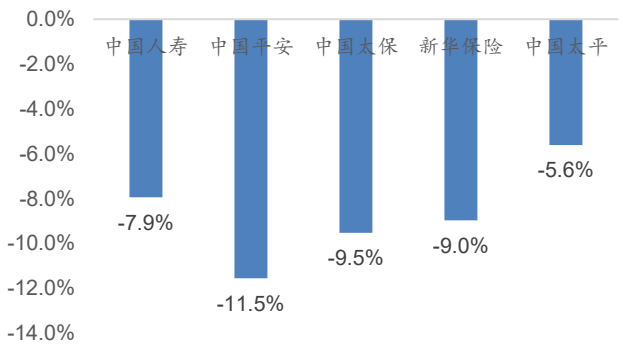
数据来源：中国人寿官网，广发证券发展研究中心

（二）经营成果：价值增长与防风险并重，存量负债成本率先迎拐点

1. 价值增速领先同业

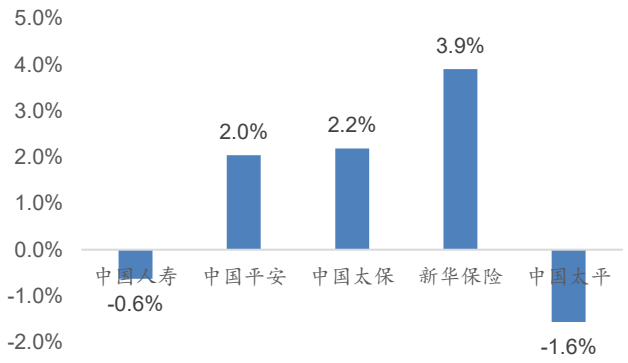
公司高质量发展战略指引下，价值增速领先同业。从战略引领看，2019年公司“重振国寿”聚焦大个险战略重构队伍组织架构，2021年“高质量发展战略”由过去“扩量提质”转变为改革后的“提质扩量”，更加聚焦于高产能队伍的规模和占比，实现了代理人队伍的清虚转型，人均产能的持续提升。从2017-2024年的NBV复合增速看，中国人寿为-7.9%，优于中国平安-11.5%、中国太保-9.5%、新华保险-9.0%，略低于中国太平的-5.6%，价值增速领先同业。从2017-2024年新单保费的情况来看，国寿新单复合增速-0.6%，较平安、太保、新华的保费复合增速偏低，但价值降幅好于同业，因此在投资收益率假设下调的背景下公司价值率下降幅度明显低于同业，预计主因在高质量战略引领下，渠道端注重提质扩面，产品端坚持多元化策略，合理管控渠道成本和负债成本，注重高质量的价值增长。

图 3：2017-2024年上市险企NBV复合增速



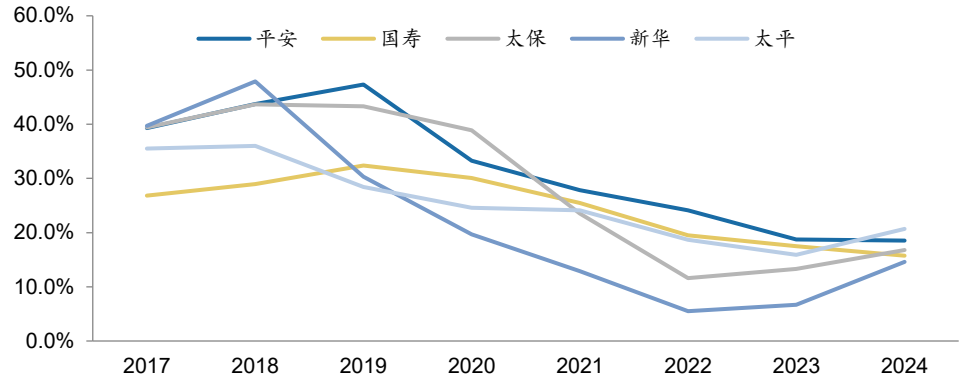
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 4：2017-2024年上市险企新单保费复合增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 5：上市险企2017-2024年的NBVM降幅低于同业



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2.代理人渠道质效优于同业

大个险战略和高质量发展引领下公司代理人渠道质效持续改善，个险价值率长周期优于同业。我们测算2012-2024年国寿的个险NBVM平均值为46.5%，平安45.6%、新华43.2%、太平35.8%，国寿长周期下个险价值率高于同业。2012-2018年公司个险NBVM为52.1%，仍高于其他同业，2019年以来寿险行业进入改革期，公司加快代理人渠道转型，2019-2024年个险NBVM为37.9%，较此前有所下降，仍处于较高水平。截至2024年在4.5%投资收益率假设下国寿个险NBVM为33.7%，增幅略低于平安和太保，但仍位居前列，而在4.0%投资收益率假设下为25.7%，保持相对稳定。

表 2：上市险企个险渠道新业务价值率对比

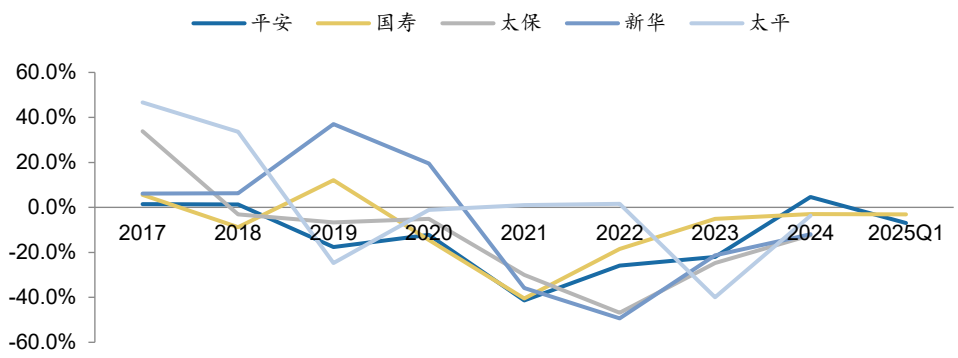
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024（旧假设）	2024（新假设）
平安	42.2%	43.6%	44.5%	43.5%	51.4%	49.9%	57.1%	64.9%	54.9%	43.1%	36.3%	25.1%	36.0%	
国寿	48.6%	52.5%	54.0%	53.1%	56.3%	53.1%	46.9%	52.2%	48.1%	42.3%	33.5%	29.9%	33.7%	25.7%
太保									61.1%	42.6%	31.5%	29.5%	35.2%	
新华		53.4%	51.4%	48.1%	49.7%	47.6%	60.6%	49.3%	42.7%	31.3%	18.7%	22.4%		27.0%
太平		34.0%	33.0%	43.6%	42.8%	44.3%	42.4%	35.3%	42.1%	32.3%	24.9%	22.2%	32.6%	20.6%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

其次在队伍规模方面，公司代理人队伍相较同业率先完成清虚，实现队伍规模的企稳。2021年公司大力清虚下代理人规模同比-40.5%，队伍规模的降幅在2022-2024年逐年收窄，截至2024年代理人规模达到61.5万人，较年初-3.0%，2025Q1延续企稳趋势，较年初-3.1%，绩优人力规模保持提升。

第三，在人均产能方面，虽然国寿个险渠道偏下沉市场，但代理人产能并不低，大部分时间里仅次于中国平安，高于太保和新华等，虽然2023-2024年公司的产能低于平安和太保，预计主要是久期较长的增额终身寿炒停力度相对较弱。可以注意到中国人寿自2020年连续五年代理人产能提升，而同业均是在2021年人力大幅下降的背景下产能方才被动提升，主要是受益于公司队伍策略从“扩量提质”转变为“提质扩量”。此外，目前公司“种子计划”布局有序推进，已在24个城市启动试点。

图 6：上市险企代理人规模较年初趋势



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

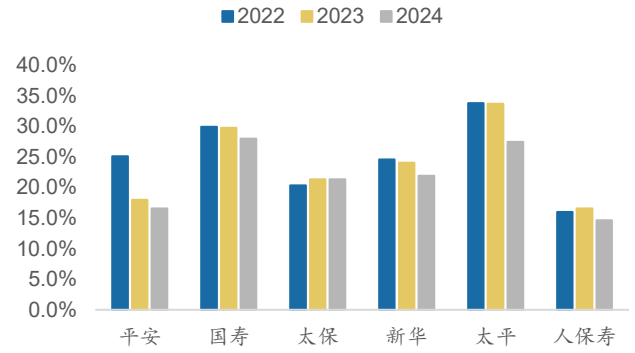
表 3：上市险企人均新单保费对比（元/人/月）

人均产能（计算口径）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
国寿	5,046	5,458	6,674	7,698	11,155	14,127	15,907
平安	7,771	8,038	7,563	9,595	14,430	30,279	34,931
太保	4,595	4,177	3,255	4,639	6,853	12,848	16,710
新华	3,737	3,739	3,155	3,095	3,563	6,206	8,522
太平-（港元/人）	5,846	5,523	3,648	4,762	5,840	7,625	10,281
同比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
国寿	-7.0%	8.2%	22.3%	15.3%	44.9%	26.6%	12.6%
平安	-14.8%	3.4%	-5.9%	26.9%	50.4%	109.8%	15.4%
太保	-2.6%	-9.1%	-22.1%	42.5%	47.7%	87.5%	30.1%
新华	-35.2%	0.0%	-15.6%	-1.9%	15.1%	74.2%	37.3%
太平	-19.9%	-5.5%	-34.0%	30.5%	22.6%	30.6%	34.8%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

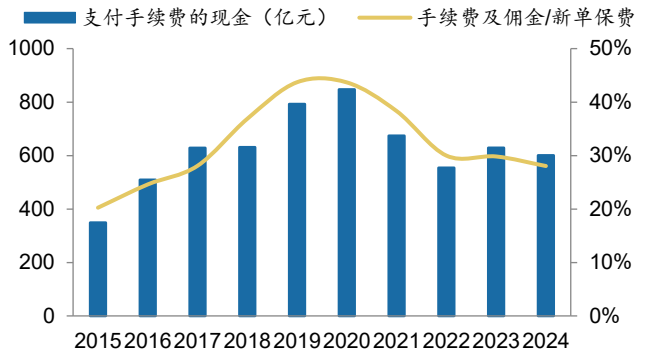
公司优化成本管控改善费差，2025年有望充分受益个险渠道报行合一。2020年以来公司坚定高质量发展战略，合理管控渠道费用，手续费支出占新单保费比重逐年下降，从高点的44%降至目前的28%。2024年实施银保渠道报行合一，上市险企的寿险业务的手续费及佣金均有不同程度的下降，降幅为太平人寿（-20.7%）>新华（-13.2%）> 太保人寿（-4.9%）> 平安人寿（-4.5%）=中国人寿（-4.5%），推动价值率有所改善，但我们观察到2024年公司的手续费占新单保费的比重为28%，相对同业仍偏高，而2025年将实施个险渠道报行合一，公司有望受益个险渠道报行合一的继续推进，通过优化激励机制和拉长激励周期摊薄当年度的手续费成本。

图 7：上市险企手续费/新单保费比重



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 8：中国人寿手续费占新单保费比重趋势



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

3.坚持资产负债联动发展，差异化产品策略有效控制负债成本和久期缺口

公司坚持差异化产品策略，有效控制新单负债成本。近年来储蓄险需求旺盛下，久期较长的增额终身寿热销，成为行业主力销售产品，导致近年新单负债成本和负债久期明显提升，而中国人寿坚持多元化的产品策略，价值增长与防风险并重，有效的控制长久期的增额终身寿产品的销售，而以中期年金作为主打产品，有效控制新单负债久期和成本，应对长端利率下行的环境。

表 4：2022-2025年上市险企开门红产品种类对比

	2022	2023	2024	2025
中国人寿	鑫裕金生（两全+万能） 鑫裕年年（年金+万能） 鑫裕臻享（年金+万能） 鑫裕尊享（年金+万能）	鑫享未来（两全+万能） 鑫瑞年年（年金+万能） 鑫瑞稳赢（年金+万能）	鑫耀龙腾两全保险（两全+万能） 鑫禧龙腾年金保险（年金+万能） 鑫耀鸿图年金保险（年金+万能） 鑫耀年年养老年金保险	国寿鑫满益足（两全+万能） 国寿鑫益丰（年金+分红） 国寿鑫益传家（增额终身寿险）
中国平安	御享财富（年金+万能） 御享金瑞（年金+万能） 盛世金越（增额终身寿险）	御享财富 23（年金+万能） 财富养老 23（年金+万能） 盛世金越（增额终身寿）	御享财富 3.0（年金+万能） 金越尊享（增额终身寿） 御享金越（增额+分红）	御享分红 25（终身寿险+分红） 御享金越 25（增额终身寿+万能） 招财宝终身寿险（终身寿险+万能）
中国太保	鑫享事诚-庆典版（两全+万能） 长相伴-庆典版（终身寿+万能）	长相伴-盛世版（增额终身寿）	长相伴-盛世版（增额终身寿） “爱心保”重疾险 “鑫福年年”（年金+万能+分红）	太平洋长相伴终身寿险（增额终身寿） 太保鑫满溢终身寿险（终身寿险+分红） 太保保利盈（两全） 太保爱欣宝尊享（重疾险）
新华保险	惠金享（年金+万能）	惠金享（年金险） 鑫荣耀（增额终身寿险）	惠鑫享年金保险（年金+万能） 荣耀鑫享庆典版（增额终身寿险） 荣耀鑫享赢家版（增额终身寿险）	金镶玉（年金+分红） 荣耀鑫享智赢版（增额终身寿） 鑫金利终身寿险（终身寿险+万能）

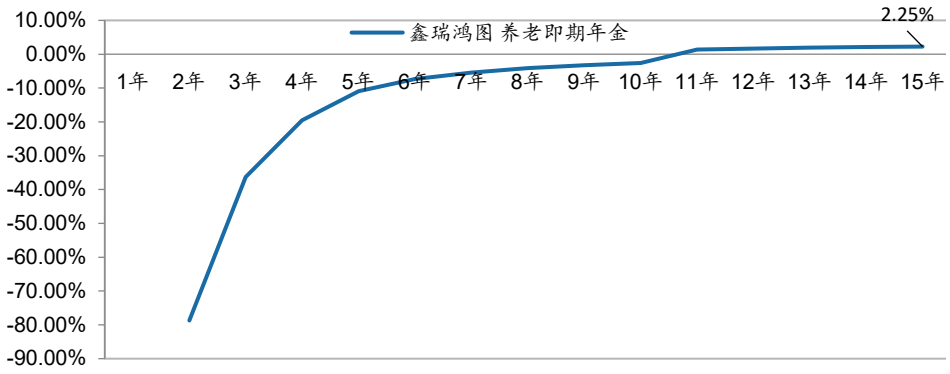
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 5：2024年上市险企开门红的IRR产品对比

2024 年开门红产品	产品名称	险种类别	10 年	20 年	30 年	40 年	50 年
中国平安	御享金尊终身寿险	增额终身寿	2.09%	2.61%	2.76%	2.82%	2.86%
中国太保	长相伴（盛世版）2.0	增额终身寿	1.37%	2.41%	2.65%	2.75%	2.81%
新华保险	荣耀鑫享庆典版	增额终身寿	1.83%	2.51%	2.69%	2.77%	2.82%
中国太平	岁岁鑫享终身寿险	增额终身寿	-21.41%	1.72%	2.35%	2.56%	2.67%
中国人保	臻祥一生	增额终身寿	1.29%	2.26%	2.53%	2.66%	2.73%

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 9：中国人寿2024年即期年金的IRR曲线



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

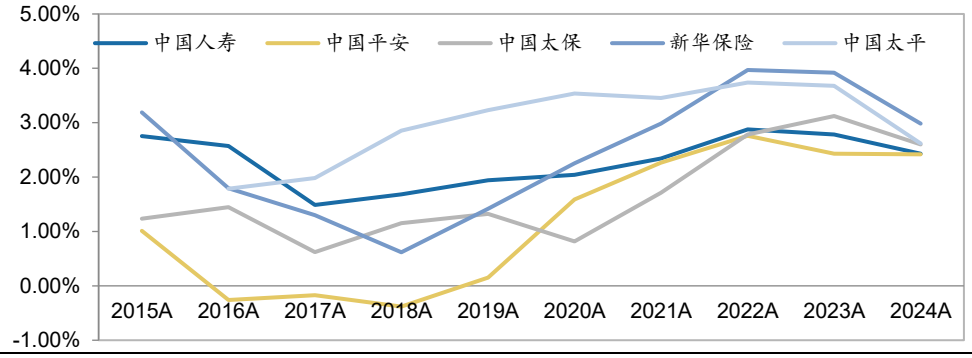
公司在行业加大对长久期的增额终身寿产品的销售背景下择优销售久期更短的中期年金，结果来看，一方面国寿NBV对投资收益率的敏感性更低，2024年中国人寿NBV对于投资收益率下降40个BP的敏感性为25.5%，若线性外推下降50个BP的敏感性为-31.9%，也处于上市公司最低水平，主要是久期缩短，并且合理控制资金成本；另一方面国寿NBV打平收益率（新保单综合负债成本）相对较低，2024年中国人寿新保单综合负债成本下降幅度35个BP至2.43%，与平安2.42%持平，优于太保2.60%、新华2.98%、太平2.62%，差异化产品策略有效管控负债成本。

表 6：上市险企NBV对投资收益率的敏感性

NBV 对投资收益率降低 50 个基点的敏感性	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
中国人寿（下降 10%）	**-16.34%**	**-16.92%**	**-18.80%**	**-23.55%**	**-29.16%**	**-25.51%**
中国平安	-10.31%	-14.65%	-18.28%	-22.31%	-24.15%	-31.60%
中国太保	-13.60%	-11.96%	-15.22%	-22.57%	-36.31%	-35.73%
新华保险	-13.96%	-18.19%	-24.78%	-48.53%	-86.01%	-49.11%
太平人寿（投资收益率/贴现率同时降低 50bp）	-24.79%	-24.39%	-23.09%	-28.32%	-43.53%	-25.88%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心 注：中国人寿的 NBV 敏感性根据投资收益率每下降10%测算，因此 2024 年为下降 40bp 对 NBV 的影响。

图 10：上市险企NBV打平收益率对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

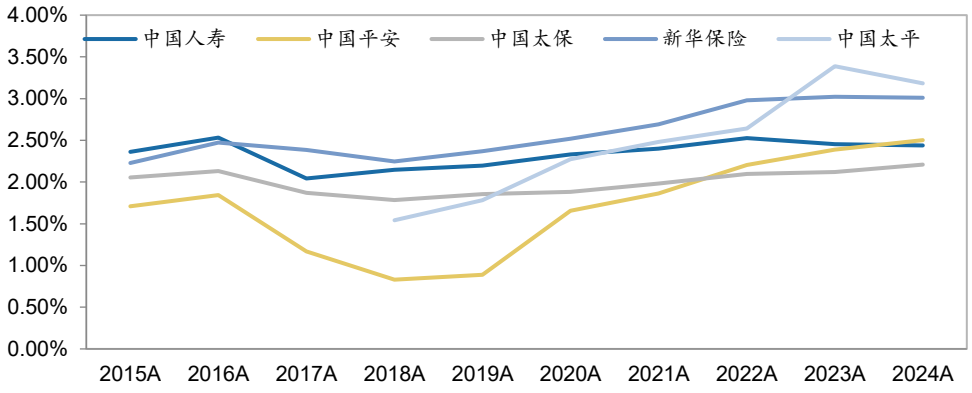
公司近年有效管控新单负债成本和久期，2024年存量负债成本率先下降，2025年有望延续下降趋势。从VIF对投资收益率的敏感性分析，中国人寿投资收益率下降40个BP的敏感性为25.6%，若线性外推下降50个BP的敏感性为-32%，也处于较低水平，若考虑公司EV中调整后净资产占比较高，EV对于投资收益率的敏感性国寿属于上市险企中最低水平；从VIF打平收益率看（存量保单综合负债成本），2024年中国人寿存量保单综合负债成本为2.44%，较同业率先下降，考虑公司近年主要产品形态为中期年金，负债久期较短，预计低负债新单成本置换存量高负债成本的速度领先同业，存量负债成本有望延续改善趋势。

表 7：上市险企VIF对投资收益率的敏感性

VIF 对投资收益率（降低 50 个基点的敏感性）	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
中国人寿（40 个 BP）	-17.83%	-18.72%	-19.23%	-20.21%	-21.98%	-25.64%
中国平安	-12.16%	-14.64%	-15.84%	-18.19%	-23.66%	-33.37%
中国太保	-15.90%	-16.03%	-16.56%	-17.23%	-21.02%	-27.91%
新华保险	-19.00%	-20.17%	-21.65%	-24.72%	-33.82%	-50.48%
太平人寿（投资收益率/贴现率同时降低 50%）	-15.90%	-16.03%	-16.56%	-17.23%	-21.02%	-27.91%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心注：中国人寿的 VIF 敏感性根据投资收益率每下降 10%测算，因此 2024 年为下降 40bp 对 NBV 的影响。

图 11：上市险企VIF打平收益率对比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）资产质量：保险合同负债选择的折现率最审慎，净资产较为充实

公司的保险合同负债折现率为即期利率，计量的保险合同负债较大，净资产较为真实。IFRS17保险合同准则中，保险公司的保险合同负债的折现率采用即期利率，且可以通过OCI选择权将折现率变动导致的保险合同负债的增减计入其他综合收益或承保财务损益，分别影响净资产和净利润。**在折现率方面，**上市险企可以根据自身资产负债匹配的要求，选择一定程度的平滑，如中国人寿选择即期利率；中国平安选择20日均线；中国太保的传统险BBA模型折现率为50日均线，分红万能险的VFA模型为预期投资收益率；新华的BBA/VFA分别采用60日均线和预期投资收益率，中国太平采用即期利率。在长端利率下行趋势下，即期利率敏感性最强而最低，由此导致其计算的保险合同负债最大，对应的净资产更加充实。2024年10Y国债下降88BP，中国人寿计提可转损益的保险合同金融变动额为同比增长+195%，明显高于同业。而CSM作为保险合同负债中的未赚利润部分，VFA保单的保险合同金融变动以及其他非金融变动均确认为“调整合同服务边际的估计变更”，而中国人寿VFA保单的折现率同样采用即期利率，2024年利率下行导致“调整合同服务边际的会计变更”规模为-432亿元，同比-92%，占期初CSM的-5.7%，而有部分公司的这一科目反而为正。

表 8：上市险企保险合同负债计量折现率对比

	保险合同负债计量折现率	可转损益的保险合同金融变动（百万元）		
		2023	2024	变动
平安	20 日均线	-116,448	-297,229	155.25%
国寿	即期利率	-97,940	-288,811	194.89%
太保	BBA:50 日均线 VFA：预期投资收益率	-36,321	-103,211	155.25%
新华	BBA:60 日均线 VFA：预期投资收益率	-22,241	-58,266	155.25%
太平	即期利率	-33,100	-80,183	142.24%

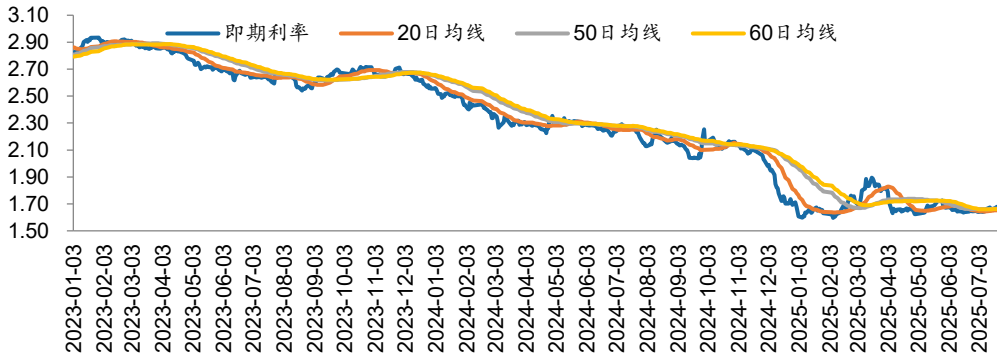
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

表 9：上市险企CSM变动情况

	中国平安		中国人寿		中国太保		新华保险		太平人寿	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
新业务 CSM	4.8%	4.6%	6.5%	7.5%	3.8%	6.1%	3.5%	6.5%	7.5%	9.4%
预期利息增长	3.1%	3.1%	2.9%	3.0%	1.9%	2.0%	3.1%	4.1%	3.6%	3.6%
调整合同服务边际的估计变更	-5.7%	-2.7%	-2.9%	-5.7%	1.7%	6.2%	-1.6%	2.8%	-6.5%	-4.2%
CSM 摊销	-9.1%	-9.3%	-8.4%	-8.3%	-8.0%	-8.2%	-8.6%	-9.3%	-7.9%	-8.3%
汇率变动及其他									-1.4%	-2.1%
VFA 计量的保险合同金融风险变动	0.8%	-0.6%								
CSM 增速	-6.1%	-4.8%	-1.8%	-3.5%	-0.6%	6.0%	-3.6%	4.1%	-4.7%	-1.6%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图 12：保险合同负债折现率情况对比



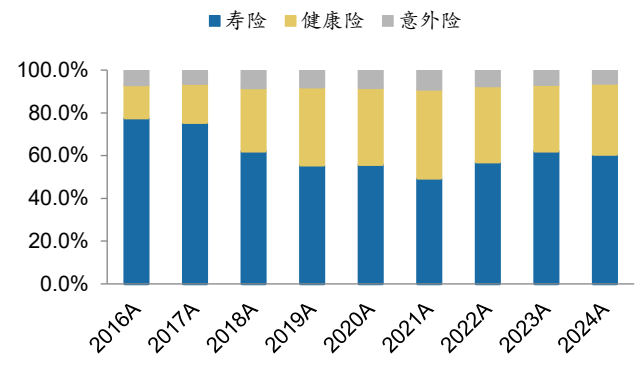
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（四）发展优势：丰富的储蓄类客户，保单质量优于同业

储蓄类产品和健康险类产品因保障功能的差异，对应的客户群也有一定的差异，储蓄类产品一般是满足客户养老、财富传承、子女教育等需求，且需要达到一定的年龄和实现一定的财富积累，才具备储蓄类产品的需求和购买能力，而健康险产品一般是满足30-40岁左右，“上有老、下有小”的群体，以防罹患重大疾病导致无法工作而陷入资金流断裂和无法承担医疗成本等风险，更注重产品的杠杆。因此储蓄类产品和健康险产品客户群体的财富积累情况、年龄结构等都有一定的差异。

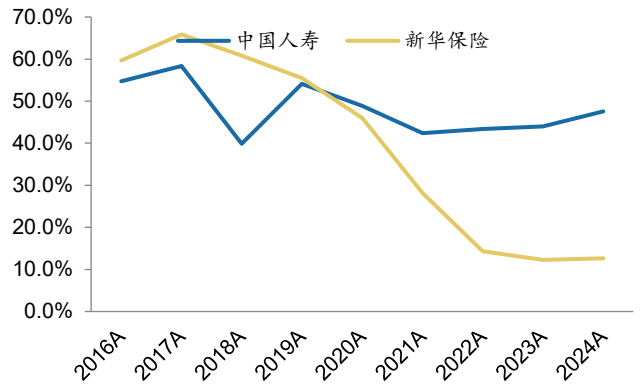
中国人寿具备丰富的储蓄类优质客户资源，且低退保率反映较强的客户粘性。首先，中国人寿在2018年以前新单保费中储蓄类产品占比超过60%，健康险（包括大病保险）占比在15%左右，在2019-2020年“重振国寿”战略中，中国人寿健康险的占比虽然有所提升，但储蓄类仍是第一大新单保费贡献的产品。 大量的储蓄类客户，整体客户群体年龄较大且有财富积累，仍可挖掘加保需求；从中国人寿保单质量看，10年期以上新单期交保费占比达到40%以上，长期退保率低于同业，客户粘性较强。

图 13：中国人寿的新单保费险种结构对比



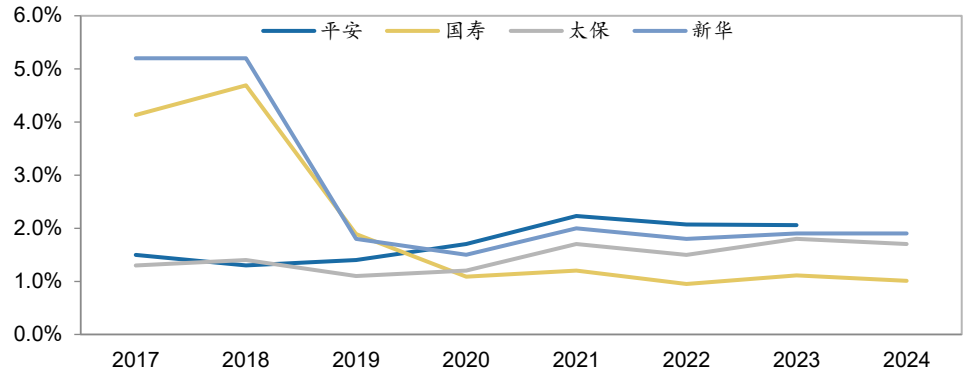
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 14：10年期以上新单期交保费占比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 15：上市险企退保率对比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、资产端：资负匹配较好，权益弹性空间大

（一）固收：加大债券配置比例拉长久期，预计久期缺口优于同业

中国人寿的固收资产占比属于上市险企中枢位置，近年加大债券配置，定期存款大幅下降。公司固收资产占比属于上市险企中枢水平，2014-2024年平均占比77%，高于平安和新华，低于太保。在固收资产结构上，在2021年开始增加债券的配置比例，2021年债券比达到48.2%，2024年债券资产占比提升至59%；债权投资计划处于中枢水平，2024年占比达到7.9%，低于中国太保，且资产质量较高；公司定期存款此前相对较高，主要是2019年以前公司到期给付+退保金规模较大，但随着公司改革以及现金流出压力下降后，定期存款占比大幅下降，2024年为6.6%。

表 10：上市险企固收资产结构对比

固收类资产占比	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均水平
平安	79.7%	77.7%	74.6%	68.6%	72.5%	71.7%	73.0%	71.7%	71.4%	72.3%	74.2%	73.4%
国寿	85.9%	77.7%	78.3%	80.8%	77.5%	74.8%	75.1%	77.9%	73.7%	71.5%	74.3%	77.0%
太保	86.7%	82.0%	82.2%	81.8%	83.1%	80.4%	78.3%	75.7%	73.9%	81.4%	81.9%	80.7%
新华	82.0%	74.9%	76.0%	73.4%	75.0%	73.2%	71.4%	68.9%	68.9%	75.6%	72.9%	73.8%
1.定期存款	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**平均水平**
平安	16.0%	11.2%	10.5%	6.7%	7.2%	6.6%	6.1%	5.3%	5.4%	4.4%	4.3%	7.6%
国寿	32.8%	24.6%	21.9%	17.3%	18.0%	15.0%	13.3%	11.2%	9.6%	7.5%	6.6%	16.2%
太保	21.7%	18.1%	14.0%	9.6%	10.4%	10.4%	11.7%	10.8%	10.1%	7.4%	6.4%	11.9%
新华	26.7%	20.1%	11.7%	6.1%	9.2%	7.6%	12.7%	15.5%	18.9%	19.2%	17.3%	15.0%
2.债券投资	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**平均水平**
平安	46.9%	47.9%	46.2%	43.8%	45.5%	46.9%	50.2%	48.6%	50.7%	58.1%	61.7%	49.7%
国寿	44.8%	43.5%	45.6%	45.8%	42.2%	39.5%	42.0%	48.2%	48.5%	54.1%	59.0%	46.7%
太保	55.2%	50.4%	50.0%	48.2%	46.3%	42.6%	39.3%	38.2%	40.3%	51.7%	60.1%	47.5%
新华	37.9%	36.1%	35.7%	38.3%	39.3%	42.7%	40.4%	38.4%	40.0%	50.4%	52.1%	41.0%

3.债权投资计划	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均水平
平安	8.0%	7.9%	6.9%	5.7%	5.6%	4.1%	4.3%	5.0%	4.2%	4.0%	3.2%	5.4%
国寿	3.0%	5.2%	5.4%	11.6%	11.3%	11.6%	11.1%	9.4%	9.0%	8.9%	7.9%	8.6%
太保	6.2%	6.2%	6.5%	8.6%	10.9%	10.7%	11.4%	12.7%	11.9%	13.2%	9.7%	9.8%
新华	16.7%	15.6%	17.0%	18.0%	16.5%	15.0%	14.6%	13.2%	9.5%	6.0%	2.2%	13.1%
4.其他	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**平均水平**
平安	8.8%	10.8%	11.0%	12.5%	14.2%	14.2%	12.5%	12.7%	11.2%	5.9%	5.1%	10.8%
国寿	5.3%	4.4%	5.3%	6.0%	6.0%	8.8%	8.7%	9.0%	6.6%	1.1%	0.7%	5.6%
太保	3.6%	7.3%	11.7%	15.4%	15.5%	16.7%	15.9%	13.9%	11.7%	9.2%	5.7%	11.5%
新华	0.6%	3.1%	11.6%	11.0%	9.9%	7.9%	3.7%	1.8%	0.4%	0.0%	1.2%	4.7%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

中国人寿的加大国债和政府债配置拉长久期，净资产受利率变动的敏感性较小侧面反映久期缺口优于同业。2014-2024年，中国人寿“国债+政府债”平均比例为56.7%，2024年占比达到73.9%，仅次于中国平安的75.6%，高于中国太保和新华保险的70.8%、70.4%。其次，我们从上市险企的资产和负债对利率的敏感性用于侧面观察险企的资产负债久期缺口，2024年利率+50BP情况下，资产和负债对冲下，中国人寿的净资产变动+0.1%，明显低于平安+3.4%、太保2.5%、新华29.5%、太平+17%，公司利率变动变动净资产的影响受公司FVOCI债券占比、折现率选择、VFA比重以及资产负债久期缺口等因素影响。

表 11：上市险企债券品种占比

平安	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
政府债	18.6%	20.9%	28.6%	32.2%	51.6%	61.5%	72.0%	80.2%	76.7%	77.4%	75.6%
金融债	53.1%	42.0%	39.5%	38.8%	33.7%	28.4%	20.8%	19.1%	17.8%	18.2%	19.6%
企业债	45.4%	44.0%	38.8%	32.2%	14.8%	10.1%	7.3%	0.7%	5.5%	4.3%	4.8%
国寿	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
国债	12.3%	10.6%	10.7%	12.8%	15.9%	17.0%	18.4%	18.1%	17.5%	15.3%	17.8%
政府机构债	28.6%	27.8%	28.8%	34.4%	34.7%	41.1%	46.0%	52.0%	54.3%	53.5%	56.1%
企业债	40.2%	44.3%	45.7%	39.1%	36.5%	30.1%	24.7%	22.2%	21.2%	19.6%	16.6%
次级债	19.0%	17.2%	14.9%	13.6%	12.9%	11.8%	10.9%	7.7%	6.9%	11.7%	9.5%
太保	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
政府债	17.1%	19.4%	20.6%	22.8%	27.4%	31.3%	38.9%	52.5%	64.4%	65.3%	70.8%
金融债	31.7%	30.2%	29.0%	29.4%	25.5%	23.8%	20.9%	15.6%	12.5%	20.1%	18.9%
企业债	51.2%	50.4%	50.4%	47.8%	47.2%	44.9%	40.3%	31.9%	23.1%	14.5%	10.4%
新华	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**
国债	19.4%	20.1%	26.1%	28.0%	34.2%	51.3%	56.7%	62.4%	72.7%	68.4%	70.4%
金融债券	12.4%	14.5%	15.8%	18.1%	18.1%	14.7%	12.6%	10.6%	9.3%	9.4%	9.4%
企业债券	35.1%	32.9%	29.8%	26.7%	21.4%	17.6%	15.3%	14.0%	12.5%	9.4%	7.4%
同业存单	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.0%	1.0%	2.0%	0.2%
次级债券	33.1%	32.4%	28.3%	27.1%	26.3%	16.3%	15.0%	9.0%	4.6%	10.8%	12.5%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

表 12：上市险企净资产受利率的利率敏感性情况对比

利率+50BP	2023	2024
资产端：金融工具	**净资产变化率**	**净资产变化率**
中国平安	-19.8%	-25.8%
中国太保	-21.0%	-26.5%
新华保险	-16.5%	-34.2%
中国人寿		
中国太平	-56.4%	-93.6%
负债端：保险合同负债	**净资产变化率**	**净资产变化率**
中国平安	22.4%	29.2%
中国太保	27.3%	29.1%
新华保险	44.4%	63.7%
中国人寿		
中国太平	97.8%	110.6%
合计	**净资产变化率**	**净资产变化率**
中国平安	2.6%	3.4%
中国太保	6.3%	2.5%
新华保险	27.9%	29.5%
中国人寿	**29.1%**	**0.1%**
中国太平	41.4%	17.0%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）权益：充分受益股市上行机遇，多措并举引导权益配置再提升

中国人寿的权益类资产占比以及FVTPL股票占比高于同业，充分受益权益市场上行机遇。从权益类资产整体比重看，2018年以来中国人寿稳步提升权益类资产占比，2024年权益类资产（含长期股权投资）比重达到23.8%，高于市场同业。2025Q1公司综合偿付能力充足率为199.34%，根据4月8日《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》综合偿付能力充足率在150%-200%对应的权益配置比例上限由25%提升至30%，中国人寿充分受益偿付能力约束放松。**从公开市场权益看，**公司2024年公开市场股票+基金占比达到12.2%，仅次新华和太平。**从会计分类看，**公司2024年的FVOCI和FVTPL股票资产占比分别为88%和12%，交易性金融资产占比最高，受益权益市场上行的业绩弹性较强，而OCI股票占比从2023年的3.4%提升至2024年的12%，未来预计会优化会计分类结构，加大高股息资产占比。

表 13：上市险企权益类资产占比（含长期股权投资）

权益类资产（含长股投）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
平安	16.2%	16.9%	23.7%	20.6%	22.7%	22.1%	22.3%	22.1%	22.0%	20.2%
国寿	18.0%	17.2%	15.8%	20.2%	23.2%	23.0%	20.3%	22.7%	20.6%	23.8%
太保	14.4%	12.3%	14.6%	12.5%	15.7%	18.8%	21.2%	22.0%	15.9%	15.7%
新华	18.0%	16.5%	19.8%	17.3%	19.3%	21.9%	24.2%	23.7%	22.3%	23.7%

太平	6.5%	10.1%	14.4%	14.0%	19.6%	20.1%	18.4%	15.8%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

表 14：上市险企公开市场权益对比

公开市场权益占比	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
平安	11.1%	9.1%	13.0%	11.4%	12.1%	11.5%	11.6%	11.1%	11.5%	11.8%
国寿	12.3%	10.6%	10.6%	9.2%	11.1%	11.3%	8.8%	11.4%	11.8%	12.2%
太保	9.3%	7.4%	8.9%	6.8%	9.5%	11.4%	12.4%	12.4%	11.1%	11.6%
新华	13.5%	11.2%	13.1%	10.7%	12.2%	14.6%	15.4%	14.1%	14.3%	18.8%
太平	10.4%	8.0%	7.0%	10.1%	14.2%	17.0%	15.3%	15.8%	14.5%	13.0%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

表 15：上市险企股票资产会计分类结构

股票-FVOCI 占比	2023H1	2023	2024
国寿	-	3.40%	12.00%
平安	67.00%	59.90%	60.20%
太保	14.10%	14.40%	29.80%
新华	5.80%	5.00%	17.90%
太平	16.80%	19.80%	36.60%
人保	31.20%	35.20%	45.40%
中国财险	75.60%	77.80%	80.40%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

中长期资金入市方针下险企偿付能力约束和考核机制均有放松，助力险企权益配置比例再上台阶。保险公司权益资产配置受到偿付能力、股东考核周期、账户管理维度等多维度因素影响，监管多措并举逐步放松险企的权益投资限制。2025年4月8日《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》综合偿付能力充足率在150%-200%对应的权益配置比例上限由25%提升至30%，而中国人寿2025Q1的偿付能力充足率为199%，最为受益偿付能力约束放松。2025年5月一揽子金融政策降低股票风险计提因子，扩大长期股票投资试点范围。2025年7月，将净资产收益率、（国有）资本保值增值率考核方式调整为“当年度指标（权重 30%）+3 年周期指标（权重 50%）+5 年周期指标（权重 20%）”，加强险企的长周期考核，减少短期投资波动对险企考核的影响，助力合理确定权益投资比例，挖掘收益稳健、风险可控、具有升值潜力和稳定现金流回报的优质投资标的。

表 16：2025年以来监管引导保险资金入市的政策梳理

政策	时间	主要内容
《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	2025.01	1）引导大型国有保险公司增加 A 股(含权益类基金)投资规模和实际比例，2025 年起每年新增保费 30%用于投资 A 股； 2）经营绩效全面实行 3 年以上长周期考核，ROE 当年考核权重≤30%，3-5 年周期考核指标权重≥60%； 3）抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地(1000 亿规模)，春节前批复 500 亿元投资股市。
《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	2025.4	保险公司上季末综合偿付能力充足率超过 250%低于 350%的，权益类资产比例上限由 35%提升至 40%；超过 350%的，比例上限由 45%上调至 50%。对于偿付能力充足率处于 150%-250%区间的险企，权益配置比例统一提升至 30%。

一揽子金融政策支持稳市场稳预期	2025.5	1）“进一步扩大保险资金长期投资改革试点范围，拟再批复 600 亿元”，则保险资金试点设立私募证券投资基金的规模在 1620 亿元基础上扩充至 2220 亿元； 2）调整偿付能力监管规则，进一步调降股票的风险因子 10%，则沪深 300 指数股票/主板其他股票/科创板股票的风险因子将从 0.3/0.35/0.4 降至 0.27/0.315/0.36，利于降低权益配置的资本占用以减缓险企偿付能力压力； 3）推动完善长周期考核机制，三项政策有助于险资加大权益配置力度，预计利于资本市场的稳定，进一步利好保险资金配置，优化资负联动，降低中长期利差损风险。
《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	2025.7	（1）将净资产收益率、（国有）资本保值增值率考核方式调整为 “当年度指标（权重 30%）+3 年周期指标（权重 50%）+5 年周期指标（权重 20%）”； （2）要求国有商业保险公司提高资产负债管理水平，进一步优化资产配置，合理确定权益投资比例，挖掘收益稳健、风险可控、具有升值潜力和稳定现金流回报的优质投资标的。

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

（三）投资能力：综合投资收益率差距缩窄

我们考虑险企的投资收益率披露值中，分母的投资资产有差异，因此采用相同的年初+年末平均投资资产的方式测算投资收益率。（1）净投资收益率维度，国寿整体净投资收益率略低于同业，近5年平均净投资收益率为3.95%，低于平安4.3%、太保4.1%、新华4.0%，预计主因公司资产久期略短于同业且非标占比较低等；**（2）总投资收益率维度，国寿近3年平均水平为3.90%，高于中国平安的3.21%，**较新华和太保的4.02%和4.03%差异较小；**（3）综合投资收益率维度，**采用不包含FVOCI债券公允价值变动口径下，近3年公司平均综合投资收益率为3.47%，相较于太保的3.83%偏低，但幅度低于净投资收益率幅度；

表 17：统一口径下上市险企投资收益率对比

净投资收益率	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	近 3 年	近 5 年	近 10 年
中国人寿		4.49%	4.66%	5.20%	4.78%	4.61%	4.34%	4.38%	4.00%	3.62%	3.40%	3.67%	3.95%	4.35%
中国平安	5.16%	5.53%	5.88%	5.55%	4.99%	4.96%	4.82%	4.42%	4.62%	4.08%	3.65%	4.12%	4.32%	4.88%
中国太保	5.09%	4.97%	5.29%	5.30%	4.81%	4.75%	4.50%	4.32%	4.24%	3.89%	3.68%	3.94%	4.13%	4.62%
新华保险	5.20%	4.96%	5.03%	4.94%	4.94%	4.75%	4.50%	4.24%	4.54%	3.49%	3.41%	3.81%	4.04%	4.54%
总投资收益率	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**近 3 年**	**近 5 年**	**近 10 年**
中国人寿	5.49%	6.72%	4.61%	5.45%	3.38%	5.23%	5.30%	4.98%	3.94%	2.40%	5.35%	3.90%	4.40%	4.81%
中国平安	4.94%	7.48%	5.13%	5.77%	3.51%	6.60%	5.91%	3.81%	2.46%	2.87%	4.29%	3.21%	3.87%	4.80%
中国太保	5.85%	7.02%	5.04%	5.29%	4.53%	5.21%	5.67%	5.54%	4.09%	2.62%	5.35%	4.02%	4.65%	5.11%
新华保险	5.81%	7.56%	5.05%	5.11%	4.53%	4.87%	5.38%	5.85%	4.21%	1.86%	6.00%	4.03%	4.66%	5.11%
综合投资收益率	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**近 3 年**	**近 5 年**	**近 10 年**
中国人寿	8.17%	7.13%	3.18%	5.07%	3.21%	6.66%	6.22%	4.81%	2.47%	2.43%	5.50%	3.47%	4.29%	4.99%
中国平安					3.51%	6.60%	5.91%	3.81%	2.46%	2.87%	4.29%	3.21%	3.87%	4.21%
中国太保	7.96%	7.55%	4.32%	4.95%	4.69%	6.30%	6.56%	5.33%	3.10%	2.69%	5.71%	3.83%	4.68%	5.38%
新华保险	6.59%	7.91%	4.49%	5.23%	3.69%	6.12%	6.50%	5.33%	2.47%	1.88%	6.26%	3.54%	4.49%	5.13%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

三、估值：AH 溢价率高于同业，H 股具备估值弹性

（一）多维度对比：港股估值低于同业，PB 估值偏高或因净资产较充实

我们采用多维度估值方式对比国寿估值水平，得出以下结论：

从PEV估值看，国寿H股估值较同业偏低，而中长期经营质态和业绩弹性优于同业。截至8月1日，我们测算2025E国寿H股PEV估值为0.38X，仅高于中国太平0.37X，大幅低于平安0.57X、新华0.47X、太保0.43X，而正如前文所述，国寿近年负债成本和久期缺口管控较好，由此中长期利差损风险明显缓解，且权益资产占比高而充分受益资本市场上行机遇，中长期经营质态较好且具备业绩弹性，因此估值为充分反映基本面情况。**将国寿贴现率假设统一为8.5%后，估值仍然较为便宜。**考虑中国人寿的EV使用贴现率假设为8.0%，与其他同业为8.5%，由此导致内含价值相对偏高，若我们按照2024年中国人寿EV由于风险贴现率+50bp对应下降2.1%，对国寿估值进行线性调整，则国寿H股估值对应提升2.1%，即从0.38X提升至0.39X，其估值水平仍较平安、太保、新华偏低。

PB估值维度看，中国人寿因净资产较真实而估值略高。2025E国寿A/H PB分别为2.00X和0.99X，在A股中估值最高，在H股中仅次于新华保险排序低位。根据前文所述，中国人寿的保险合同负债折现率为即期利率，长期低于其他平滑利率，由此导致保险合同负债较大，净资产较为真实。

当前国寿AH溢价率仍然上市险企中最高，有较大的收敛空间。公司AH溢价率受市场结构、投资者偏好、流动性差异及公司基本面等多重因素影响，2018年以来国寿AH溢价率平均值为146%，略低于人保149%、高于新华90%、太保44%、平安9%。2024年以来，港股流动性的提升、保险H股在估值折价下股息率表现较优等多因素下，上市险企的AH溢价率开始逐步收敛，截至8月1日国寿AH溢价率为102%，位于2018年以来的45%分位数，相较于人保50%、新华48%、太保32%、平安21%仍有较大的收敛空间。

P/（B+CSM）框架下上市险企估值普遍低于1倍，国寿H股折价亦较为明显。我们采用投资收益率假设更加保守的CSM代替VIF测算上市险企估值。考虑纯寿险公司的负债包括了未来盈余，即保险合同服务边际导致负债整体偏大，因此PB估值将高于其他业务，因此中国人寿及新华保险的PB估值相对较高，我们采用净资产加上合同服务边际测算上市险企估值。由于CSM的评估中传统险采用新单签发时的即期利率，VFA不同险企分别采用即期利率和预期投资收益率（新华、太保、太平等），而VIF长期假设投资收益率为4.0%，因此整体假设看CSM相对VIF估计相对保守。由此我们测算中国人寿A/H股对应估值分别为0.87倍和0.43倍，A股估值仍然为上市险企最高，但估值较同业的差距相对PB估值有所收敛，H股估值仅次于太平和太保。

表 18：三种估值方法对比

			PEV		PB		P/（B+CSM）	
证券代码	证券名称	收盘价	2024	2025E	2024	2025E	2024	2025E
601318.SH	中国平安	58.20	0.75	0.69	1.14	1.04	0.64	0.60
601628.SH	中国人寿	40.74	0.82	0.76	2.26	2.00	0.92	0.87
601601.SH	中国太保	37.10	0.64	0.57	1.22	1.07	0.56	0.52

601336.SH	新华保险	65.10	0.79	0.69	2.11	2.03	0.75	0.72

			PEV		PB		P/（B+CSM）	
证券代码	证券名称	收盘价	2024	2025E	2024	2025E	2024	2025E
02318.HK	中国平安	52.90	0.62	0.57	0.94	0.86	0.53	0.50
02628.HK	中国人寿	22.15	0.41	0.38	1.12	0.99	0.46	0.43
02601.HK	中国太保	30.75	0.48	0.43	0.92	0.81	0.42	0.39
01336.HK	新华保险	48.45	0.53	0.47	1.43	1.37	0.51	0.49
00966.HK	中国太平	17.10	0.40	0.37	0.86	0.79	0.22	0.21

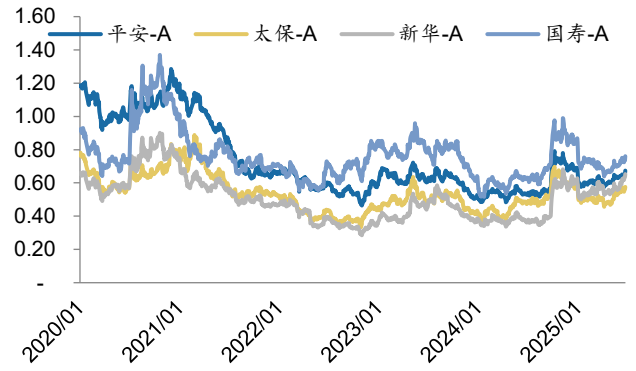
资料来源：wind，广发证券发展研究中心 注：收盘价截止于 8 月 1 日

表 19：上市险企EV对风险贴现率的敏感性

EV 对风险贴现率增加 50 个 BP 的敏感性	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国人寿	-2.3%	-2.2%	-2.1%	-2.0%	-2.0%	-2.3%	-2.1%
中国太保	-2.4%	-2.3%	-2.2%	-2.1%	-1.9%	-2.3%	-2.1%
新华保险	-2.0%	-1.8%	-1.8%	-1.7%	-1.7%	-2.1%	-2.0%
中国平安	-	-	-	-	-	-1.5%	-1.7%

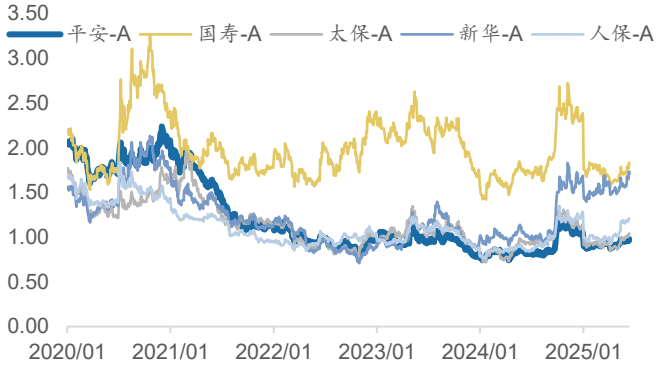
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图 16：A股上市险企动态PEV趋势



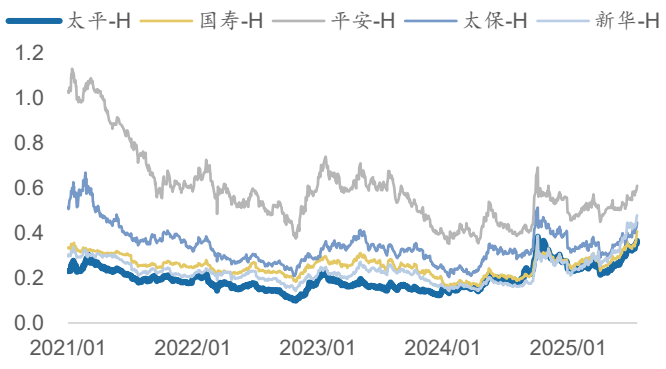
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 17：A股上市险企动态PB趋势



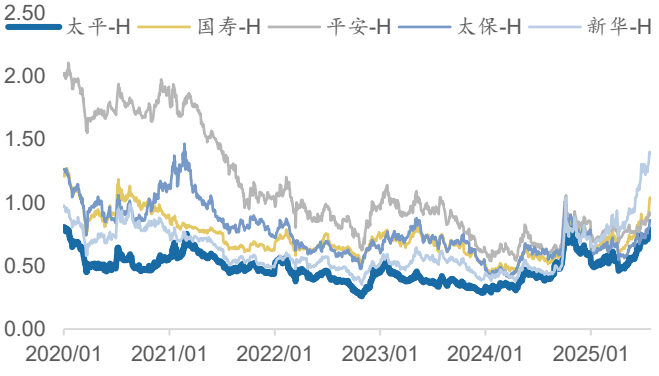
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 18：H股上市险企动态PEV趋势



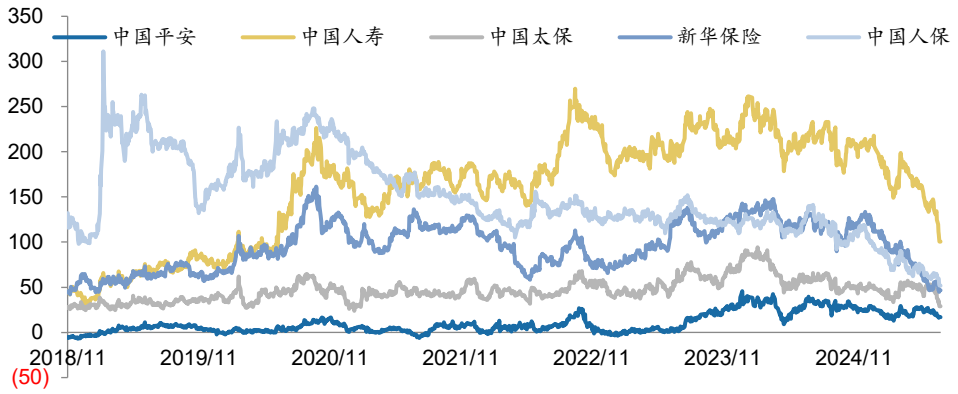
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 19：H股上市险企动态PB趋势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 20：上市险企平均AH溢价率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）估值空间：H 股反映投资收益率预期仅 1.3%，合理估值 0.77 倍

1.估值预期：国寿H股估值隐含投资收益率预期为1.3%，估值反映较为悲观预期

我们假设险企投资收益率为4%对应PEV估值为1倍，测算上市险企2025E PEV反映的隐含投资收益率预期。我们统一国寿EV对投资收益率下降50bp的影响为-11.5%，测算国寿2025E PEV分别为0.75和0.38X对应的隐含投资收益率假设为2.9%和1.3%，国寿H股反映了较为悲观的估值预期。

表 20：当前估值反映的上市险企投资收益率预期

	2025E PEV 估值	EV 对投资收益率下降 50 个 BP 的敏感性	隐含的投资收益率预期
中国平安	0.69	-9.40%	2.3%
中国人寿	0.75	-11.50%	2.9%
中国太保	0.57	-10.60%	2.4%
新华保险	0.69	-13.50%	3.1%
平均值	0.67	-11.3%	2.6%
	2025E PEV 估值	EV 对投资收益率下降 50 个 BP 的敏感性	隐含的投资收益率预期
中国平安	0.57	-9.40%	1.7%
中国人寿	0.38	-11.50%	1.3%
中国太保	0.43	-10.60%	1.3%
新华保险	0.47	-13.50%	2.0%
中国太平	0.37	-13.10%	1.6%
平均值	0.44	-11.6%	1.6%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心 注：中国人寿披露 EV 对投资收益率下降 40bp 影响为-9.2%，由此同期口径为下降 50bp 影响为-11.5%。收盘价截止于 8 月 1 日

3.合理估值：2025-2030年平均投资收益率3.0%，对应国寿H合理估值0.77倍

我们预测上市险企2025-2030年的平均总投资收益率为3.0%，当前国寿H股的隐含投资收益率较为悲观：

（1） **测算新增投资收益率：**我们保守假设2025和2026年10Y国债收益率为1.5%，27-30年为1.0%，对应假设上市险企的债券投资收益率在10Y国债基础上，考虑期限溢价、流动性溢价、信用溢价情况下+40bp，其次对高股息股票股息率自5.0%而逐年有所下滑，非高股息股票的整体投资收益率为5%，再假设长股投和其他资产收益率情况下，基于上市险企的新增资产配置结构，测算上市险企的2025-2030年新增总投资收益率的平均值为2.1%。

（2） **测算总投资收益率：**我们考虑上市险企每年新增保费、续期保费、到期资产在配置等总投资资产的15%，即存量资产和新增资产占比为85%：15%，对应测算上市险企2025-2030年的平均总投资收益率为3.0%。

表 21：上市险企的新增总投资收益率预测

	投资组合占比	新增投资收益率预期					
		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
债券	60%	1.9%	1.9%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
高股息股票	4%	5.0%	4.5%	4.5%	4.0%	4.0%	3.5%
非高股息股票和基金	9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
存款	10%	2%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
长股投	5%	3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
其他	12%	2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
新增资产收益率预测	100%	2.3%	2.3%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
10 年期国债收益率		1.5%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

表 22：上市险企2025-2030年总投资收益率预测

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
存量资产占比	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
新增资产占比	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
存量资产收益率	3.6%	3.4%	3.2%	3.0%	2.9%	2.7%
新增资产收益率	2.3%	2.3%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
合计投资收益率	3.4%	3.2%	3.0%	2.9%	2.7%	2.6%
相对 10Y 超额收益率	1.9%	1.7%	2.0%	1.9%	1.7%	1.6%
10 年期国债收益率	1.5%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

我们假设中国人寿2025-2030年总投资收益率中枢为3.0%，对应测算中国人寿合理PEV估值为0.77倍，当前2025E国寿H股估值为0.38倍，相较合理估值的空间为104%，在上市险企中估值弹性较大。

表 23：上市险企估值空间测算

	EV 对投资收益率下降 50 个 BP 的敏感性	投资收益率假设	投资收益率预期中枢	合理估值水平	当前 25 年 A 股的 PEV	空间	当前 25 年 H 股的 PEV	空间
中国平安	-9.4%	4.00%	3.0%	0.81	0.69	18%	0.57	41%
中国人寿	-11.5%	4.00%	3.0%	0.77	0.75	2%	0.38	104%
中国太保	-10.6%	4.00%	3.0%	0.79	0.57	39%	0.43	83%
新华保险	-13.5%	4.00%	3.0%	0.73	0.69	6%	0.47	55%
中国太平	-13.1%	4.00%	3.0%	0.74			0.37	101%
平均值	-12.0%	4.00%	3.0%	0.76	0.67	13%	0.44	71%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心 注：收盘价截止于 8 月 1 日

四、盈利预测和投资建议

中国人寿作为我国寿险龙头，价值增长与防风险并重下利差损风险有效化解，权益占比高充分受益股市上行，兼具业绩和估值弹性。

负债端：价值增长与防风险并重，有效管控负债成本和久期缺口。（1）公司高管履历丰富且总裁均出自国寿体系，深谙保险行业营销之道，且熟知中国人寿的经营特点、优劣势，有利于制定顺应行业发展又符合公司情况的经营方针。（2）2017-2024年价值增速领先同业，近年来公司主推中期年金，有效管控负债成本和久期，24年NBV打平收益率2.43%仅次平安，VIF打平收益率2.44%率先迎拐点。新单增速偏弱但代理人质态向好，规模率先企稳，2020年提升人均产能，个险价值率保持前列，价值率提升驱动价值增长优于同业。（3）公司保险合同负债折现率为即期利率，计量的保险合同负债较大，净资产较为真实。（4）公司具备丰富的储蓄类客户，且退保率最低体现保单质量。

资产端：资负匹配优于同业，权益弹性空间较大。公司在2021年仅次于平安开始加大国债配置以拉升资产久期，预计久期缺口优于同业。其次，权益类资产占比高而充分受益股市上行预期，监管放松偿付能力约束和加强长周期考核，权益配置比例仍有提升空间。

估值：公司AH溢价率高于同业，H股具备估值弹性。公司H股2025E PEV估值为0.38倍， AH溢价率最高，对应反映隐含投资收益率预期仅1.3%，而公司PB估值略高主因折现率选择谨慎导致净资产较真实。假设公司预期投资收益率3.0%，对应合理PEV估值为0.77X。

盈利预测与投资建议：公司中长期经营质态向好，利差趋势边际改善，我们预计公司25-27年EPS为3.43/3.70/3.99元/股，采用EV估值法给予A股和H股PEV分别1.0X和0.6X，对应合理价值为53.79元/股和32.68港元/股，均给予“买入”评级。（HKD/CNY=0.91）

风险提示：新单增长不及预期、资本市场不确定性、监管环境加严

五、风险提示

新单增长不及预期，分红险转型较慢，人均产能提升幅度低于人力下滑幅度，导致新单保费下降，行业负债端拐点晚于市场预期。

资本市场不确定性，长端利率下降导致保险公司资产端投资收益率的下滑，包括新增投资收益率和到期再投资情况，权益市场波动导致公司FVTPL权益资产公允价值变动，从而对公司利润造成影响。

监管持续加严，包括对销售渠道和产品的监管，导致保单销售困难，导致新单保费持续下降等。

资产负债表 单位：亿元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,508	865	952	1,047	1,152
买入返售金融资产	198	306	336	370	407
定期存款	4,133	4,385	5,146	5,600	5,768
交易性金融资产	17,054	19,081	20,590	21,962	23,719
债权投资	2,113	1,968	2,201	2,185	2,294
其他债权投资	27,442	34,589	36,497	39,630	43,593
其他权益工具投资	1,380	1,718	1,961	2,196	2,394
分出再保险资产	258	307	338	372	409
长期股权投资	2,588	3,021	3,084	3,288	3,387
存出资本保证金	65	66	69	73	76
投资性房地产	128	123	139	142	149
固定资产	481	478	502	527	554
在建工程	52	58	61	64	67
使用权资产	15	16	16	17	18
无形资产	84	83	82	81	79
递延所得税资产	244	400	656	1,074	1,760
其他资产	279	232	193	161	134
资产合计	58,021	67,695	72,823	78,789	85,960
交易性金融负债	139	535	589	648	712
卖出回购金融资产款	2,169	1,516	1,667	1,834	2,017
预收保费	489	288	302	317	333
应付职工薪酬	86	106	111	117	122
应交税费	11	16	17	18	19
长期借款	129	127	133	140	147
应付债券	362	352	370	388	407
保险合同负债	48,592	58,250	61,809	66,286	71,455
分出再保险合同负债	2	2	2	2	2
租赁负债	13	13	14	15	15
递延所得税负债	-	1	1	1	1
其他负债	1,161	1,277	1,942	2,268	2,959
负债合计	53,151	62,483	66,955	72,032	78,191
股本	283	283	283	283	283
资本公积	539	542	544	546	548
其他综合收益	-732	-1,320	-1,320	-1,320	-1,320
盈余公积	1,108	1,225	1,167	1,196	1,181
一般风险准备	543	744	744	744	744
未分配利润	3,029	3,624	4,335	5,187	6,205
归属于母公司股东的权	4,771	5,097	5,752	6,635	7,641
少数股东权益	99	116	116	122	128
股东权益合计	4,870	5,212	5,868	6,757	7,769
负债和股东权益合计	58,021	67,695	72,823	78,789	85,960

利润表 单位：亿元人民币

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,443	5,286	5,191	5,440	5,675
保险服务收入	2,124	2,082	2,120	2,202	2,320
利息收入	1,230	1,210	1,234	1,258	1,284
投资收益	315	704	669	702	737
其中：对联营企业和合营	81	121	127	133	140
其他收益	1	1	1	1	1
公允价值变动损益	-328	1,182	1,063	1,170	1,228
汇兑损益	-4	-0	-2	-1	-2
其他业务收入	103	107	105	106	105
资产处置损益	1	1	1	1	1
营业支出	-2,993	-4,130	-4,087	-4,250	-4,393
保险服务费用	-1,504	-1,805	-1,670	-1,762	-1,841
分出保费的分摊	-47	-51	-66	-86	-111
减：摊回保险服务费用	44	54	71	92	120
承保财务损益	-1,279	-2,100	-2,204	-2,271	-2,339
减：分出再保险财务损益	6	7	7	7	7
利息支出	-53	-42	-43	-44	-45
手续费及佣金支出	-17	-18	-18	-18	-18
税金及附加	-14	-14	-14	-14	-14
业务及管理费	-63	-74	-68	-71	-70
信用减值损失	12	2	2	3	3
其他业务成本	-79	-89	-84	-87	-85
营业利润	449	1,156	1,104	1,190	1,282
营业外收入	1	0	1	0	1
营业外支出	-5	-4	-4	-4	-4
利润总额	446	1,152	1,101	1,186	1,278
所得税	30	-63	-110	-119	-128
净利润	475	1,089	991	1,068	1,150
归母净利润	462	1,069	971	1,046	1,127

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-11.47%	53.53%	-1.78%	4.78%	4.32%
归母净利润增长	-30.74%	131.56%	-9.22%	7.77%	7.75%
归母净资产增长	30.35%	6.83%	12.87%	15.35%	15.17%
获利能力					
ROE	9.68%	20.98%	16.87%	15.77%	14.75%
ROA	0.80%	1.58%	1.33%	1.33%	1.31%
每股指标					
EPS	1.63	3.78	3.43	3.70	3.99
BPS	16.88	18.03	20.35	23.47	27.04
估值比率					
P/E	25.31	10.90	12.01	11.14	10.34
P/B	2.44	2.29	2.03	1.76	1.53

广发非银金融行业研究小组

陈　　福：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。
刘　　淇：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
严 漪 澜：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。
李 怡 华：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。
唐 关 勇：高级分析师，对外经济贸易大学保险学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。