

中国人寿（601628.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

基本信息

所属行业 公用事业及金融
当前股价 44.38
总市值 1.25万亿
PE-TTM 7.39
PB-MRQ 2.40

估值结果

价值 15053亿
动态估值 上行空间 20%
状态 合理估值

四维评级

成长空间 ★★★★★
盈利趋势 ★★★★★
产业格局 ★★★★★
护城河 ★★★★★

核心评级结论

中国人寿是国内行业领先的大型寿险公司，人身险市场份额国内第一。

公司成长空间星级低，主要系寿险行业驱动力来源于人均可支配收入及人口趋势变化，而国内人均可支配收入在宏观经济衰退的基础上进入低速增长区间，同时中国人口总量进入拐点向下趋势，不利于公司成长性；盈利趋势较低，主要系寿险业务盈利依赖将收到的保费进行再投资获益，在当前低利率时代，公司固收业务为主的投资收益承压严重，降低公司盈利能力；产业格局星级中等，人身险行业集中度较高，无序竞争较少，但行业产品同质化程度较高；护城河星级较高，公司拥有数量庞大的代理人销售队伍，在个人渠道展业具备独特优势，但公司对银保渠道的掌控力较弱，拉低了整体护城河星级。

根据我们的估值模型，当前公司处于合理估值状态。

我们区别于市场的观点

当前市场主要因寿险行业增速放缓以及中国人寿市场份额下滑而对其成长性抱有担忧，导致股价表现疲软。然而，根据内含价值评估法，当前公司处于低估状态。内含价值法通过风险贴现率将现有保单未来产生的股东现金流折现，并结合调整后净资产和各假设调整项目反映寿险公司的长期经济价值而非短期利润波动。基于此框架，我们测算中国人寿2025年末内含价值为15053亿元，从中长周期的角度，公司处于低估区间，未来有望实现估值修复。

风险提示

1、长端利率趋势性下行。若宏观经济下行趋势加剧，利率加速下行，或加剧公司固收业务投资压力。2、新单保费增长不达预期。若人均可支配收入增速加速下滑，或导致新增保费增长不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 人力资源密集度	4
3.2 人力资源高端度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 估值确定性	8

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
 表1：护城河详解表	 7
表2：公司整体业绩预测	8

1. 基本信息

公司由成立于1949年10月20日的中国人民保险公司人身险业务板块发展变革而来，是新中国人身险事业的最早参与者之一，2003年中国人寿同步在纽约和香港上市，2007年登陆A股，2022年从纽交所退市，但是保留A股和港股上市地位。公司的主营业务是提供个人人寿保险、团体人寿保险、意外险和健康险等产品与服务。

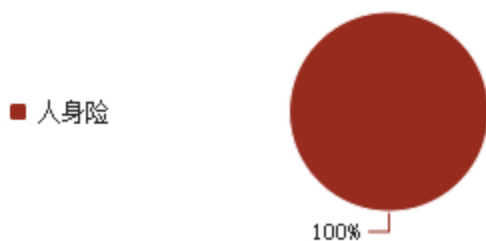
2. 业务介绍

对于中国人寿公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

人身险：

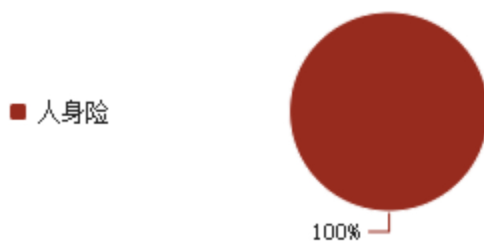
公司通过代理人渠道、银保渠道、团险渠道向个人及企业销售人身险产品，如寿险、健康险、意外险等等。我们对此业务的范围主要界定在中国境内市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司在全国布局网点，通过代理人渠道、银保渠道、团险渠道触及企业客户和个人客户，通过人身险等保险产品收取保费收入，保费收入扣除成本支出与赔付支出后为公司贡献承保利润，同时公司利用沉淀的保费投资债券、权益等金融资产，获取投资收益。

3.1 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司人力资源密集度较低。公司销售渠道分为代理人渠道、银保渠道、团险渠道。其中银保渠道和团险渠道对人力的依赖程度较低。代理人渠道依赖人力扩张，公司在2014年-2018年实行代理人人海战术抢占市场份额，但由于渠道策略转变，当前代理人队伍人数从顶峰的161万人下降至61万人，代理人渠道对人力依赖程度也有所下降。

3.2 人力资源高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司人力资源高端度较高。保险销售正从单一的保险销售向全面的财富管理业务转型，对从业人员教育经历、复合知识背景要求高。2024年末，公司具备本科学历及以上员工数量占全体公司员工比例80.3%。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户多为个人，客户集中度低，2024年末公司前五大客户保费收入不足5%。

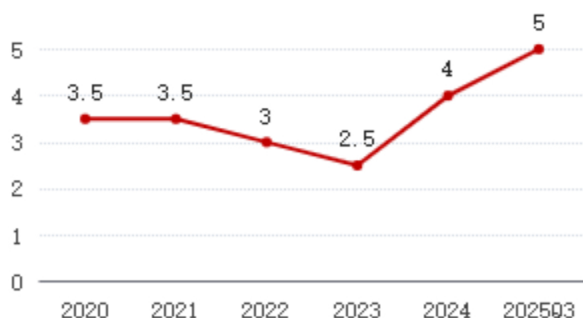
4. 历史经营绩效

公司盈利能力和业务控制力优秀，成长能力较强，重视股东回报。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力回升。公司的盈利取决于保险承保业绩（保险服务收入-保险服务费用）和投资业绩，其中保险服务收入相对稳定，但保险服务费用不断提升，导致保险承保业绩承压，但投资业绩在2024年股债双牛和2025年前三季度股市持续走强的基础上大幅回暖，整体盈利能力提升。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



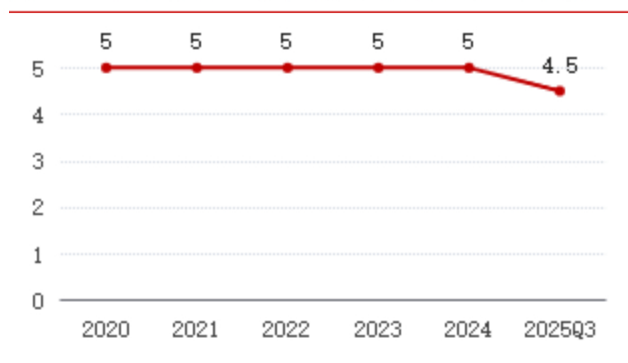
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力持续提升。公司收入来源于保险服务收入和投资收入，保险服务收入近年来相对稳定，投资业绩在2024年股债双牛和2025年前三季度股市持续走强的基础上大幅回暖，带动整体成长能力持续走强。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



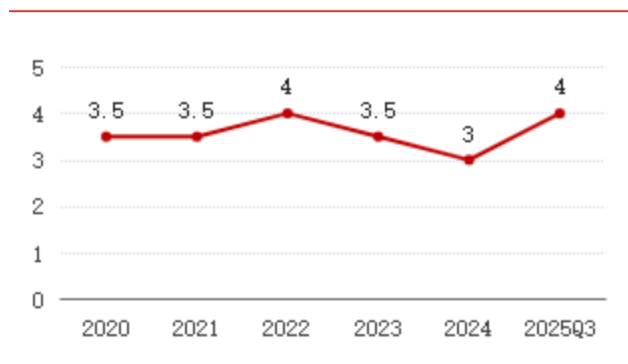
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力较强。公司下游为个人客户，拖欠款项现象极少，公司经营现金流净额/归母净利润比值为183.9%，处于A股前列。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司注重股东回报。公司ROE在投资业绩回暖的基础上持续回升，同时分红率保持相对稳定，因此股东回报评级保持较高水平。

5. 四维评级

公司成长空间星级低，盈利趋势星级较低，产业格局星级中等，护城河星级较高。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司成长空间星级低，主要系保险服务收入成长性低及投资业绩不确定性较高。

人身险(1.5星)：

人身险业务成长空间星级低。该业务的成长性来自于保险服务收入和投资收入两个维度，保险服务收入方面，国内人均可支配收入增速不断降低对寿险产品的需求造成负面影响，同时中国人口进入下降趋势，保险购买人群数量也在下降，预计保险服务收入成长性有限。投资业绩方面，权益投资端虽然近2年持续回暖，但未来不确定性较高。同时，占投资资产比例高的固收投资端由于长端利率下降而收益下行，预计中长期整体投资业绩收益率面临下行压力。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较低，主要系保险服务盈利难有大幅提升空间及长端利率下降导致中长期投资收益率下行。

人身险(2.5星)：

保险服务盈利趋势方面，收入端由于成长性受限，难有大幅增长空间，在居民消费能力走弱的环境下甚至存在负增长的压力，同时，保险服务费用端历年保持相对稳定，从费用端优化盈利性的空间较小；投资业绩盈利趋势方面，虽然2024年-2025Q3A股收益率提升带动公司投资业绩提升，但权益市场不确定性高，较难为公司带来持续、稳定的大幅度投资业绩增长。综上，人身险业务的盈利趋势较弱。

5.3 产业格局

★★★★☆

产业格局星级中等，人身险行业集中度较高，无序竞争较少，但行业产品同质化程度较高。

人身险(3星)：

人身险行业集中度较高，人身险行业CR3近40%，行业无序竞争较少。但行业的产品同质化问题严重，行业竞争主要依靠渠道话语权，当前银保渠道逐渐成为寿险公司保费增长最快的渠道，而银保渠道掌握在银行手中，保险公司议价权较低。

5.4 护城河

★★★★☆

护城河星级较高，公司拥有数量庞大的代理人销售队伍，在个人渠道展业具备独特优势，但公司对银保渠道的掌控力较弱，拉低整体护城河星级。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
人身险	(4星) 公司在业内形成规模经济，具备一定成本优势，经壹评级调整的超额ROE在业内属于中等偏上，同时公司的市场份额为第一，因此总体护城河宽度星级较高。	(3.5星) 公司的护城河来自于品牌和线下渠道。品牌方面，中国人寿是国有保险公司，民众的信任度和知晓度更高，形成天然的品牌护城河，此点优势是其他中小保险公司尤其是民营保险公司无法媲美的，因此该优势的超额ROE衰减速度较慢。线下渠道方面，公司建立规模庞大的代理人队伍，由于代理人队伍建设涉及场地租赁、人员培训等成本投入，中小保险公司较难复刻该优势，但公司在银保渠道的话语权较低，削弱了整体线下渠道的护城河持续性，因此该优势的超额ROE衰减速度中等。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据内含估值法，公司合理市值为15053亿元，当前市值属于合理估值区域。

6.1 核心假设及逻辑

人身险业务保费收入假设：

由于人均可支配收入增速下降以及总人口下降，预计中短期保费收入增速承压。其中，预计个人渠道保费收入未来五年复合增速为-1%，银保渠道保费收入未来五年复合增速为22.5%，团险渠道保费收入未来五年复合增速为2.2%。

盈利能力假设：

由于长端利率持续下行，因此各渠道新业务价值率呈现下行趋势。预计未来五年个人渠道业务新业务价值率从25%下降至22%，银保渠道业务新业务价值率从12%下降至7.2%。

精算参数假设：

预计未来五年保险公司长期投资收益率从4%下降至3%，采用的贴现率从7.5%下降至5.5%。

表2：公司整体业绩预测

中国人寿	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	8261.0	8379.0	5285.7	5582.6	5819.8	5990.7	6290.0	6579.2
归母净利润(亿)	320.8	211.0	1069.4	1085.0	1139.8	1210.5	1313.6	1368.5
归母净利润增速(%)	-37.0	-34.2	406.8	1.5	5.1	6.2	8.5	4.2
经营性净利润(亿)	335.0	226.0	1089.4	1107.1	1163.1	1235.2	1340.4	1396.4
经营性净利润增速(%)	-36.1	-32.5	382.0	1.6	5.1	6.2	8.5	4.2
经营性归母净利润(亿)	321.0	211.0	1069.4	1085.0	1139.8	1210.5	1313.6	1368.5
经营性归母净利润增速(%)	-37.0	-34.2	406.8	1.5	5.1	6.2	8.5	4.2

数据来源：壹评级

6.2 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性星级较高。公司历史收入成长和盈利能力的波动性较低，关键行业信息与数据的可获得性良好。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。