

中国人寿 (601628)

2023 年三季报点评：减值拖累短期业绩，24 年价值维持正增长指引

买入（维持）

2023 年 10 月 26 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
归属于母公司的净利润（百万元）	32,082	21,139	42,902	46,694
同比增长率（%）	-37.0%	-34.1%	103.0%	8.8%
新业务价值（百万元）	36,004	39,324	42,177	45,603
新业务价值增长率（%）	-19.6%	9.2%	7.3%	8.1%
每股内含价值（元）	43.5	46.6	50.4	54.4
P/EV	0.78	0.73	0.67	0.62

关键词：#业绩不及预期

投资要点

■ 事件：公司披露 2023 年三季报：累计实现归母净利润 162.09 亿元，同比下降 47.8%（对应 3Q23 单季同比-99.1%）。新准则下归母净利润 355.41 亿元，同比-36.0%（对应 3Q23 单季-103.8%）。净利润大幅下降主要系：1.精算假设变更减少税前利润 43.91 亿元；2.会计估计变更增加资产减值损失 65.55 亿元；3.投资收益+公允价值变动损益同比-9.4%。公司业绩低于市场预期。

■ 投资收益大幅拖累当季净利润表现，AFS 浮亏加快确认，减值损失同比大幅增加。3Q23 股票市场延续低位震荡，沪深 300 指数和创业板指数 3Q23 分别下跌 3.98%和 9.53%。2023 年前三季度公司实现总投资收益 1,099.97 亿元，同比-22.8%（对应 3Q23 单季同比-49.1%），总投资收益率为 2.81%，同比-1.31pct；实现净投资收益为 1,483.40 亿元，同比 1.8%（对应 3Q23 单季同比 5.6%），净投资收益率为 3.81%，同比-0.22%。根据我们对其他综合收益（OCI）变动表观察，“前期计入 OCI 当期转入损益的净额”达 299.76 亿元，我们预计公司兑现此前可供出售金融资产（AFS）浮亏计入当期损益，同时公司调整对 AFS 资产减值确认标准，资产减值损失同比大幅增长 120.4%至 325.69 亿元（1H23 仅为 128.35 亿元）。

■ 新单规模创出历史新高，公司 8 至 9 月重心切换至 2024 年开门红。9M23 累计保费收入达 5,787.99 亿元，同比增长 4.5%，新单保费达 1,966.56 亿元，同比增长 14.8%（3Q23 单季度同比-20.4%），其中首年期交保费为 1,059.82 亿元，同比增长 16.0%（3Q23 单季度同比-25.7%）。十年期及以上首年期交保费为 446.39 亿元，同比增长 15.4%（3Q23 单季度同比-32.9%），占首年期交保费的比重为 42.1%。

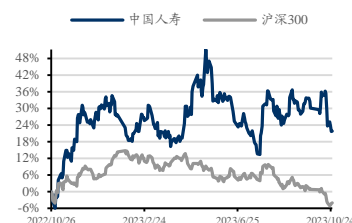
■ 公司对 2024 年整体保持积极，3Q23 业绩会传递 2024 年全年正增长指引，系列监管新规利好行业长期健康发展。近期监管下发关于各渠道“报行合一”、《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》等文件，公司也将响应监管号召，从保险消费者的真实需求出发，公平合理设计保险产品，努力回归保障本源，不断优化产品供给。对于 2024 年开门红已预收保费将不受到影响，公司于 3Q23 业绩会传递 2024 年全年正增长指引。

■ NBV 量增价稳。9M23 公司新业务价值继续保持增长，同比增长 14.0%，归因来看新单同比增长 14.8%，NBV Margin 保持稳定，对应 3Q23 公司单季 NBV 增速为-6.3%。公司坚持有效队伍驱动业务发展，围绕“八大工程”，持续落地“销售渠道强体工程”，深入推进营销体系改革。期末公司总销售人力为 72.0 万人保持稳定，个险板块月人均首年期交保费同比提升 28.6%。公司稳中提升增员标准，队伍数量保持稳定。

■ 盈利预测与投资评级：减值拖累短期业绩，24 年价值维持正增长指引。因资本市场波动下调净利润预测，下调 2023-25 年归母净利润至 211、429 和 467 亿元（原预测 344、468 和 509 亿元），维持“买入”评级。

■ 风险提示：权益市场持续下行，寿险需求复苏不畅

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.95
一年最低/最高价	26.30/43.00
市净率(倍)	2.14
流通 A 股市值(百万元)	706,958.84
总市值(百万元)	959,586.73

基础数据

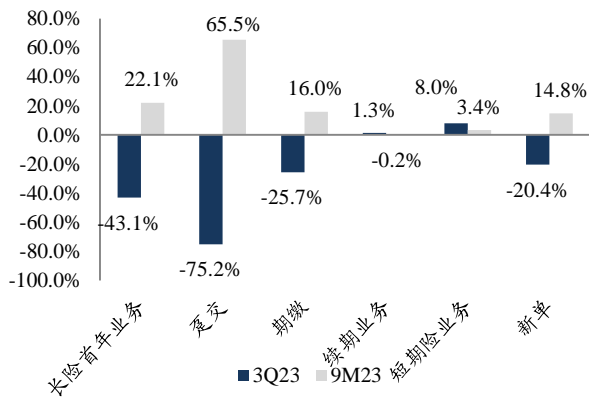
每股净资产(元,LF)	15.90
资产负债率(% ,LF)	91.87
总股本(百万股)	28,264.71
流通 A 股(百万股)	20,823.53

相关研究

《中国人寿(601628)：2023 年中报点评：减值拖累业绩，价值好于预期》

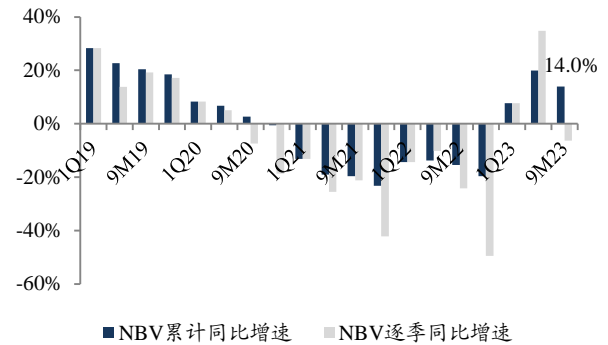
2023-08-24

图1: 公司新单增速稳定, 三季度逐步聚焦 2024 开门红



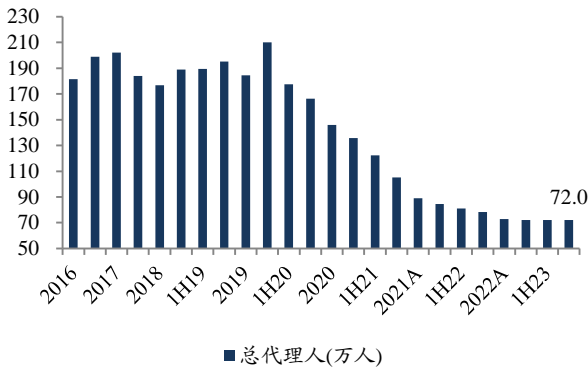
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 2023 年以来公司价值增速提速



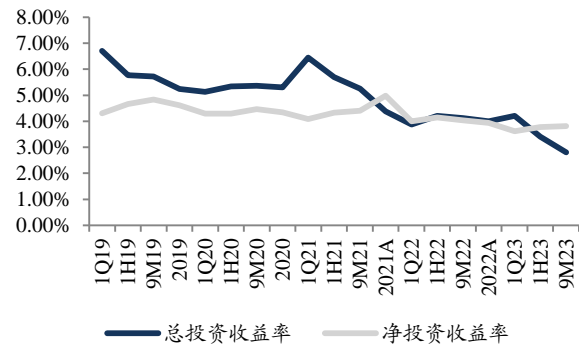
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 总代理人规模近年来已现企稳 (万人)



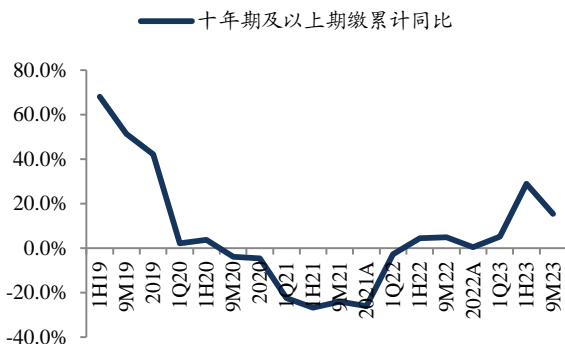
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司投资收益率持续下行



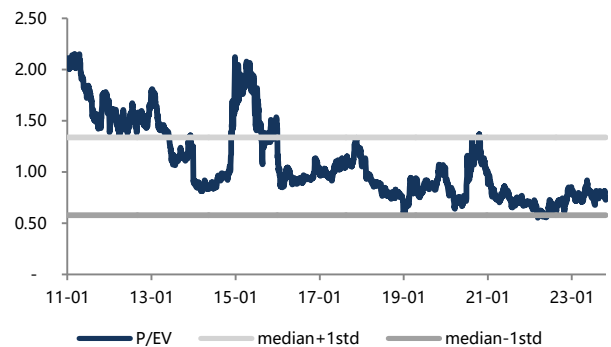
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司十年期及以上期缴增速维持增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司 P/EV 处于历史低位



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 中国人寿预测利润表

人民币: 百万	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	825,049	858,505	826,055	894,843	971,687	1,038,378
已赚保费	604,666	611,251	607,825	648,614	689,198	730,716
保险业务收入	612,265	618,327	615,190	655,338	696,227	738,049
提取未到期责任准备金	-1,546	939	905	-498	-415	-321
投资收益	207,541	241,814	217,775	245,017	272,738	297,835
二、营业支出	-770,150	-807,524	-801,672	-880,093	-929,557	-992,634
退保金	-33,275	-41,580	-37,122	-55,428	-61,210	-67,351
赔付支出	-133,340	-136,502	-140,683	-168,123	-180,781	-200,381
提取保险责任准备金	-418,773	-447,296	-461,204	-422,844	-439,280	-460,307
保单红利支出	-28,279	-26,511	-20,685	-45,091	-51,980	-56,763
保险业务手续费及佣金支出	-84,361	-65,744	-54,777	-80,536	-97,169	-103,838
营业税金及附加	-1,280	-1,374	-1,261	-1,343	-1,427	-1,513
业务及管理费	-39,733	-42,967	-42,213	-49,216	-53,443	-57,111
其他业务成本	-24,078	-30,271	-30,387	-30,387	-30,387	-30,387
资产减值损失	-12,416	-22,809	-21,396	-35,474	-22,848	-24,905
三、营业(亏损)/利润	54,899	50,981	24,383	14,751	42,130	45,744
加: 营业外收入	121	119	108	0	0	0
减: 营业外支出	-544	-605	-444	0	0	0
四、(亏损)/利润总额	54,476	50,495	24,047	14,751	42,130	45,744
减: 所得税费用	-3,103	1,917	9,467	7,963	2,504	2,856
五、净利润	51,373	52,412	33,514	22,714	44,635	48,600
归属于母公司股东的净利润	50,257	50,921	32,082	21,139	42,902	46,694
少数股东损益	1,116	1,491	1,432	1,575	1,733	1,906
六、每股收益(元)	1.77	1.80	1.14	0.75	1.52	1.65

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>