

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国人寿(601628.SH)

投资评级 增持

上次评级 增持

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: (010) 83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

投资拖累净利润表现，NBV 表现仍较稳健

2023 年 10 月 27 日

事件：中国人寿公布 2023 年三季报，2023 年上半年公司实现营业收入 7093.33 亿元，同比+1.2%；新会计准则下实现归母净利润 355.41 亿元，同比-36.0%，旧会计准则下实现归母净利润 162.09 亿元，同比-47.8%。加权平均净资产收益率 3.67%，同比-2.94pct。

点评：

- **新业务价值同比增速仍稳健，投资收益持续承压拖累净利润表现。** 1) NBV 方面，公司 2023 年前三季度 NBV 同比+14.0%，虽然同比增速较 1H23 的+19.9%有所放缓，但整体在预定利率调整、产品切换的背景下实现了 NBV 的同比稳健增长。2) 投资收益方面，受到 3Q23 严峻复杂的资本市场形势影响，长端利率及权益市场表现均有所承压，因此公司固收类和权益类等资产收益均有所承压，新会计准则下前三季度投资收益同比-85.6%，从而拖累归母净利润表现（新会计准则下为 yo-y -36.0%）。
- **负债端维持优异表现，渠道队伍质态持续向好。** 1) 负债端表现整体较为亮眼，业务质量不断改善，3Q23 公司保费收入、新单保费、首年期交保费规模及增速均创三年历史同期新高，保费收入、新单保费和首年期交保费分别同比+4.5%、+14.8%和+16.0%。在保费规模增长的同时，业务结构也随着公司的持续改革动作而不断优化，十年期及以上首年期交保费同比+15.4%；2) 销售人力方面：截至 3Q23，公司总销售人力 72.0 万人，同比为-8%，环比 1H23 小幅下滑 0.1 万人，同比降幅较 1H23（为-11.0%）进一步改善。
- 整体来看，公司在“八大工程”战略的引领下，渠道端不断强化销售队伍优增优育，人力规模在逐步趋稳的同时质态持续提升，进而也带来公司产品结构的不断优化和 NBV 的优异表现。我们认为近期监管针对“开门红”和银保“报行合一”费用的管控本质是监管着眼长远，治理行业乱象，促进行业长期健康稳健高质量发展，保险产品凭借“储蓄”和“保障”等特性仍有希望继续保持旺盛需求，公司有望凭借庞大稳健的代理人队伍和丰富的产品体系实现负债端业绩的持续改善。
- **利率低位波动及权益市场震荡拖累投资端表现。** 受制于宏观经济和资本市场的波动，2023 年前三季度长端利率低位震荡，长端利率中枢下行导致固收类资产配置承压，同时股票市场整体震荡调整幅度较大，权益资产配置压力进一步显现。3Q23 公司总投资收益率和净投资收益率分别为 2.81% 和 3.81%，分别同比-0.31pct 和-1.22pct。
- **盈利预测与投资评级：** 2023 年前三季度权益市场波动和长端利率下行使公司投资收益率有所承压，叠加会计准则切换影响，公司归母净利润表现承压。但从负债端维度来看，整体改革质效显著，个险渠道人力规模和质态、产品结构和 NBV 均呈现向好态势。在宏观政策逐步落地的

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

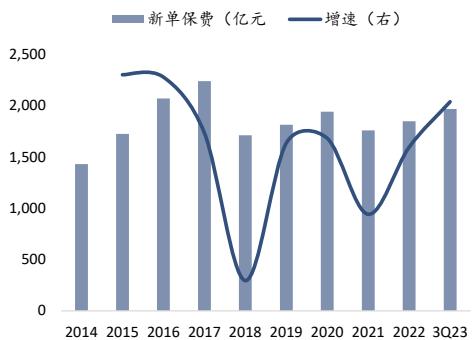
背景下，投资端的长端利率及权益市场表现或有望迎来修复。我们预计2023-2025E PEV 估值分别为 0.73x/0.67x/0.62x，维持“增持”评级。

- **风险因素：**宏观经济持续下行；代理人队伍增员困难和产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动；居民消费意愿持续下行。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	858,508	826,055	874,493	940,280	1,026,013
增长率 YoY %	4.06%	-3.78%	5.86%	7.52%	9.12%
归属母公司净利润(百万元)	50,766	32,082	21,508	31,919	37,273
增长率 YoY%	0.81%	-36.80%	-32.96%	48.41%	16.77%
NBV margin%	30.10%	28.00%	30.00%	32.00%	32.00%
净资产收益率 ROE%	10.59%	7.36%	4.70%	6.52%	7.07%
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.14	0.76	1.13	1.32
市盈率 P/E(倍)	18.90	29.91	44.62	30.06	25.75
市净率 P/B(倍)	2.00	2.20	2.10	1.96	1.82

资料来源：Wind, 信达证券研发中心预测

注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价

图 1: 新单保费 (百万元) 及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 投资收益率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 代理人数量 (万人) 及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

损益表					单位:百万元
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	858,508	826,055	874,493	940,280	1,026,013
已赚保费	611,251	607,825	626,208	673,619	733,587
保费业务收入	618,327	615,190	631,895	679,736	740,249
投资净收益	241,814	217,775	238,806	256,465	281,322
其他业务收入	9,645	8,977	9,478	10,196	11,104
营业支出	807,682	801,672	851,021	905,589	985,531
退保金	41,580	37,122	38,802	42,620	46,602
赔款支出	136,502	140,683	186,248	204,575	223,692
提取保险责任准备金	447,296	461,204	421,071	438,720	477,721
营业税金及附加	1,381	1,261	1,264	1,359	1,480
手续费及佣金支出	65,744	54,777	82,146	88,366	96,232
业务及管理费用	43,026	42,213	41,073	44,183	48,116
其他业务支出	30,363	30,387	20,221	21,752	23,688
营业利润	50,826	24,383	23,471	34,691	40,482
其他	-486	-336	-370	-407	-447
利润总额	50,340	24,047	23,102	34,284	40,035
所得税	-1,917	-9,467	1,155	1,714	2,002
净利润	52,257	33,514	21,946	32,570	38,033
少数股东权益	1,491	1,432	439	651	761

每股指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益(元)	1.80	1.14	0.76	1.13	1.32
每股净资产(元)	16.96	15.43	16.19	17.32	18.64
每股内含价值(元)	42.56	43.54	46.55	50.43	54.80
每股新业务价值(元)	1.77	1.59	2.02	2.39	2.65
内含价值(百万元)					
调整后净资产	674,317	682,694	569,933	609,801	656,274
有效业务价值	528,691	547,825	745,845	815,542	892,542
内含价值	1,203,008	1,230,519	1,315,777	1,425,343	1,548,816
一年新业务价值	49,967	45,004	57,217	67,547	74,880
ROEV (%)	13.2%	12.2%	13.1%	13.6%	13.8%
收入/支出增长率(%)					
已赚保费收入增长	1.0%	-0.5%	2.7%	7.6%	8.9%
投资收益增长	16.5%	-9.9%	9.7%	7.4%	9.7%
营业收入增长	4.1%	-3.8%	5.9%	7.5%	9.1%
退保金增长	25.0%	-10.7%	4.5%	9.8%	9.3%
佣金及手续费增长	-22.1%	-16.7%	50.0%	7.6%	8.9%

归属母公司净利润	50,766	32,082	21,508	31,919	37,273
基本					
EPS (rmb)	1.80	1.14	0.76	1.13	1.32
资产负债表					
单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	4,892,480	5,251,984	5,747,205	6,273,288	6,856,480
投资资产	4,716,829	4,716,829	5,456,706	5,860,877	6,301,029
非投资资产	175,651	535,155	290,499	412,411	555,451
总负债	4,405,346	4,806,863	5,279,861	5,773,251	6,318,335
准备金负债	3,419,899	3,880,160	4,261,970	4,660,241	5,100,239
保户储金及投资款	313,585	374,742	411,617	450,081	492,576
其他负债	546,913	455,279	500,079	546,810	598,437
所有者权益	479,285	436,169	457,677	489,595	526,868
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	55,004	53,554	53,554	53,554	53,554
盈余公积	63,536	68,029	75,161	86,027	96,132
一般风险准备	48,320	52,429	54,580	57,772	61,499
未分配利润	201,265	201,688	218,894	244,429	274,247
负债及股东权益	4,892,704	5,251,984	5,747,205	6,273,288	6,856,480
少数股东权益	8,073	8,952	9,668	10,442	11,277

当期成本率 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
佣金率	10.8%	9.0%	13.1%	13.1%	13.1%
行政费用率	7.0%	6.9%	6.6%	6.6%	6.6%
赔付率	22.3%	23.1%	29.7%	30.4%	30.5%
退保率	6.8%	6.1%	6.2%	6.3%	6.4%
准备金提转差	73.2%	75.9%	67.2%	65.1%	65.1%
当期综合成本率	120.1%	121.1%	122.9%	121.5%	121.6%
资产/负债增长率 (%)					
总资产增长率	15.1%	7.3%	9.4%	9.2%	9.3%
投资资产增长率	15.1%	0.0%	15.7%	7.4%	7.5%
总负债增长率	16.1%	9.1%	9.8%	9.3%	9.4%
寿险准备金增长率	15.0%	13.5%	9.8%	9.3%	9.4%
股东权益增长	6.5%	-9.0%	4.9%	7.0%	7.6%
估值分析					
PE	18.90	29.91	44.62	30.06	25.75
PB	2.00	2.20	2.10	1.96	1.82
PEV	0.80	0.78	0.73	0.67	0.62
隐含新业务倍数	-6.03	-6.02	-6.23	-6.90	-7.87

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

张凯峰，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财产品、资产负债、风控、相关外部环境等。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20%以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	看高： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。