

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

张凯烽 研究助理

邮箱: zhangkaifeng@cindasc.com

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

投资波动影响利润表现，负债端有望率先企稳

2024年3月28日

事件: 中国人寿公布 2023 年年报, 2023 年公司实现营业收入 8378.59 亿元, 同比+1.4%; 实现归母净利润 211.10 亿元, 同比-34.2%, 加权平均净资产收益率 4.71%, 同比-2.3pct, 总投资收益率 2.68%, 同比-1.26pct。

点评:

- **负债端表现稳健有望率先企稳，投资波动拖累利润表现。** 1) 负债端方面, 公司 2023 年新单保费 2108.13 亿元, 同比+14.1%, 实现一年新业务价值 368.60 亿元, 较 2022 年同期 (适用新经济假设重述后) 增长 11.9%, 新业务价值表现继续引领行业, 我们认为寿险龙头有望拼接业务结构优化和扎实的营销队伍率先实现负债端企稳反弹。2) 投资收益方面, 受到 2023 年严峻复杂的资本市场形势影响, 固收类资产及权益资产表现均有所承压, 同时投资资产减值损失有所增加, 投资资产买卖价差收益大幅减少 (2023 年为-74.78 亿元, 2022 年同期为 275.18 亿元), 拖累整体投资收益表现。
- **个险: 持续推进渠道转型, 业务结构明显优化。** 2023 年个险板块 NBV 为 346.46 亿元, 同比+10.4%。截至 2023 年底, 个险销售人力 63.4 万人, 队伍规模在业内率先企稳, 在“八大工程”系列改革推动下, 销售队伍职业化、专业化水平不断提升, 月人均首年保费同比提升+28.6%。
- **银保: 保费规模与价值均实现快速增长。** 2023 年公司银保渠道强化银行合作, 全年银保总保费收入 787.48 亿元, 同比+24.2%, 其中首年期交保费同比+39.4%。银保渠道季均实动人力同比提升 8.5%, 人均期交产能同比大幅提升。
- **投资: 坚持资产负债匹配, 灵活开展投资操作, 投资资产规模稳步提升。** 截至 2023 年末, 公司投资资产规模 5.67 万亿元, 较 2022 年末增长 12.0%, 在利率低位运行和权益市场震荡的背景下, 投资资产中债券类资产占比提升明显, 由 2022 年底的 48.54% 提升至 51.59%, 股票和基金投资占比为 11.20%, 较 2022 年底-0.14pct, 整体配置比例保持稳健。

投资端整体受到利率低位下行、股市震荡波动和优质非标资产荒等影响, 公司 2023 年净投资收益率为 3.77%, 同比-0.23pct, 总投资收益率为 2.68%, 同比-1.26pct。

- **盈利预测与投资评级:** 公司持续推进“八大工程”系列改革, 不断提升产品与服务供给水平, 个险代理人队伍业务率先企稳, 销售队伍专业化、职业化和综合化转型落地效果显著, 同时公司始终坚持审慎经营, 严格执行“报行合一”等新规落地, 我们认为公司负债端内生发展动能有望不断增强, 同时投资端整体保持稳健, 宏观政策“组合拳”逐步发力落地的背景下, 投资端的长端利率及权益市场表现或有望迎来修复并带动

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

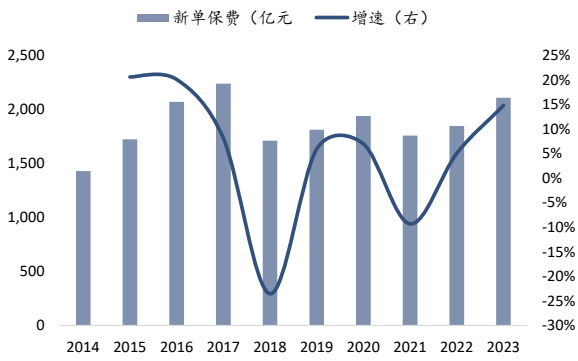
估值提升。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.92/1.11/1.26 元，维持“增持”评级。

- **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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	826,055	837,859	880,223	939,271	988,778
增长率 YoY %		1.4%	5.1%	6.7%	5.3%
归属母公司净利润(百万元)	32,082	21,110	25,885	31,401	35,582
增长率 YoY%		-34.2%	22.6%	21.3%	13.3%
净资产收益率 ROE%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%
EPS(摊薄)(元)	1.14	0.75	0.92	1.11	1.26
市盈率 P/E(倍)	24.78	37.66	30.72	25.32	22.35
市净率 P/B(倍)	1.82	1.73	1.60	1.44	1.37

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测

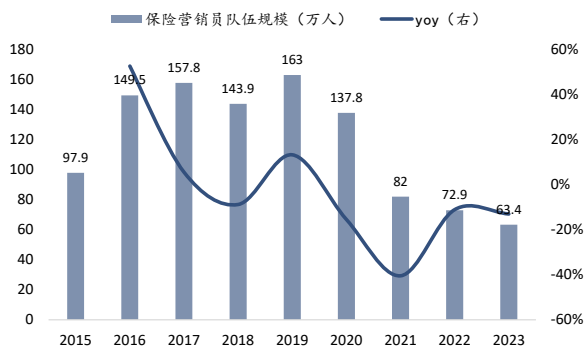
注: 股价为 2024 年 3 月 27 日收盘价

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

资产负债表

单位：人民币百万元

资产：	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	128,953	149,566	177,984	210,021	241,524
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	223,782	253,879	275,270	305,771	339,774
买入返售金融资产	38,533	17,487	28,010	28,788	37,850
应收利息	52,309	50,879	52,360	55,317	58,472
应收保费	19,697	21,521	22,147	23,398	24,733
应收分保账款	1,433	1,411	1,425	1,421	1,427
应收分保未到期责任准备金	774	642	728	736	795
应收分保未决赔款准备金	736	647	728	736	795
应收分保寿险责任准备金	603	700	684	742	774
应收分保长期健康险责任准备金	4,294	4,573	4,425	4,671	4,797
其他应收款	13,409	17,469	18,337	18,896	19,849
贷款	596,490	603,639	610,874	618,195	625,604
定期存款	485,567	404,131	415,895	407,577	415,729
可供出售金融资产	1,738,108	2,263,047	2,717,939	2,921,785	3,067,874
持有至到期投资	1,574,204	1,706,441	1,808,827	1,941,601	2,135,761
长期股权投资	261,179	257,606	274,104	305,058	331,161
存出资本保证金	6,333	6,333	6,333	6,333	6,333
投资性房地产	13,193	12,753	12,537	12,327	12,170
在建工程	5,025	5,182	5,257	5,376	5,476
固定资产	49,052	48,112	49,996	51,824	53,814
使用权资产	1,810	1,480	1,345	1,155	1,022
无形资产	8,532	8,369	8,415	8,751	9,189
递延所得税资产	22,307	30,287	34,190	33,335	35,002
其他资产	5,654	13,909	20,586	21,615	27,018
独立账户资产	7	8,416	4,422	6,804	6,062
资产总计	5,251,984	5,888,479	6,552,817	6,992,233	7,463,005
负债：					
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	3,344	5,469	4,935	5,826	6,134
卖出回购金融资产款	148,954	216,704	242,708	250,380	268,733
预收保费	50,830	49,818	51,268	54,163	57,253
应付手续费及佣金	4,664	4,780	4,923	5,058	5,204
应付分保账款	998	748	898	870	934
应付职工薪酬	12,075	8,586	11,462	12,035	12,637
应交税费	942	1,106	1,250	1,386	1,552
应付股利	-	7	8	9	11
应付赔付款	60,819	66,592	72,913	78,025	84,464
应付保单红利	96,682	95,233	100,714	102,932	106,958
其他应付款	18,974	18,670	18,974	19,473	20,179
保户储金及投资款	374,742	486,483	559,455	575,266	612,750
未到期责任准备金	13,108	14,220	14,894	15,867	16,765
未决赔款准备金	26,153	24,461	26,418	27,983	31,281
寿险责任准备金	3,607,236	3,983,433	4,461,445	4,771,356	5,105,739
长期健康险责任准备金	233,663	266,376	287,686	302,070	317,174
长期借款	12,774	12,719	13,355	14,023	14,724
应付债券	34,997	34,999	35,699	36,413	37,141
租赁负债	1,569	1,255	1,412	1,334	1,373
递延所得税负债	272	1,549	911	1,230	1,070
其他负债	104,060	116,813	131,129	147,199	165,239
独立账户负债	7	8,416	4,422	6,804	6,062
负债合计	4,806,863	5,418,437	6,046,881	6,429,704	6,873,376
股东权益：					
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公积	53,554	53,934	53,744	53,839	53,792
其他综合收益	-4,927	11,387	42,750	92,069	112,501

盈余公积	105,160	110,845	116,837	123,380	130,413
一般风险准备	52,429	54,348	53,389	53,868	53,628
未分配利润	201,688	201,331	201,510	201,420	201,465
归属于母公司股东的股东权益合计少数	436,169	460,110	496,494	552,842	580,064
股东权益					
股东权益合计	8,952	9,932	9,442	9,687	9,565
负债及股东权益总计	5,251,984	5,888,479	6,552,817	6,992,233	7,463,005

利润表	单位: 人民币百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	826,055	837,859	880,223	939,271	988,778
已赚保费	607,825	632,141	651,346	687,699	727,153
保险业务收入	615,190	641,380	660,051	697,320	737,098
投资收益	217,775	190,627	211,326	231,434	238,366
其他收益	176	144	158	176	197
公允价值变动损益	-8,751	4,169	5,003	6,003	7,204
汇兑损益	-69	-381	-225	-303	-264
其他业务收入	8,977	11,086	12,527	14,156	15,996
资产处置收益	122	73	88	105	126
营业支出	-801,672	-825,618	-864,449	-919,264	-966,063
退保金	-37,122	-48,740	-51,177	-54,248	-57,502
赔付支出	-140,683	-174,819	-188,805	-204,286	-219,812
减: 摊回赔付支出	6,720	7,009	-9,440	-10,214	-10,991
提取保险责任准备金	-461,204	-407,211	-419,065	-442,727	-467,982
减: 摊回保险责任准备金	311	287	293	310	328
保单红利支出	-20,685	-11,695	-16,661	-17,104	-17,114
税金及附加	-1,261	-1,417	-1,630	-1,874	-2,155
手续费及佣金支出	-54,777	-63,092	-65,778	-67,693	-71,515
业务及管理费	-42,213	-41,076	-41,645	-41,360	-41,502
减: 摊回分保费用	1,025	728	877	964	1,061
其他业务成本	-30,387	-32,591	-34,221	-35,932	-37,728
资产减值损失	-21,396	-53,001	-37,199	-45,100	-41,149
营业利润	24,383	12,241	15,774	20,007	22,715
加: 营业外收入	108	94	101	98	99
减: 营业外支出	-444	-457	-451	-454	-452
利润总额	24,047	11,878	15,424	19,650	22,362
减: 所得税费用	9,467	10,755	11,938	13,251	14,709
净利润	33,514	22,633	27,362	32,902	37,071
归母净利润	32,082	21,110	25,885	31,401	35,582

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15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

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。