

评级：买入（维持）

市场价格：28.50

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@zts.com.cn

分析师：戴志锋

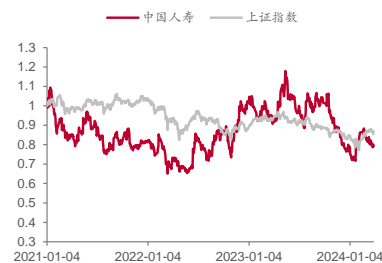
执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	28300
流通股本(百万股)	20800
市价(元)	28.50
市值(百万元)	805500
流通市值(百万元)	593500

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	826055	837859	896131	947787	1010316
增长率(%)	-3.78%	1.43%	6.95%	5.76%	6.60%
归属母公司股东净利润	32082	21110	27121	33433	41949
增长率(%)	-36.8%	-34.2%	28.5%	23.3%	25.5%
每股收益(元)	1.14	0.75	0.96	1.18	1.48
PE	25.11	38.16	29.70	24.09	19.20

备注：股价截至 2024 年 3 月 29 日

投资要点

- **事件：中国人寿发布 2023 年报。**总体看，中国人寿年报业绩符合预期，单季度利润表现略超预期，NBV 在可比口径下稳健增长，代理人队伍量稳质升。
- **1、利润及净资产情况：**新会计准则下，归母净利润 462 亿元，同比-30.7%，Q4 单季 106 亿元，同比-4.7%。归母净资产 4771 亿元，较年初+30.3%。
- **2、寿险保费及价值增长：首年期交保费同比+16.7%，NBV 同比+11.9%（可比口径，按 23 年假设追溯 22 年数据后）。**
 - 1) 首年期交保费：首年期交保费同比+16.7%；其中十年及以上保费同比+18.4%，占比同比+0.6pct。个险首年期交保费同比+12.6%，十年期及以上保费同比+18.4%。银保长险首年期交保费同比+39.4%，其中 5 年期及以上期交保费占比为 47.6%。
 - 2) 假设调整及价值增长情况：2023 年公司投资回报率和风险贴现率假设分别由 5%、10% 下调至 4.5%、8%。按 23 年假设追溯 22 年数据后，公司 NBV 为 369 亿元，同比+11.9%，个险 NBV margin（按首年年化保费）为 31.3%，同比+0.3pct，EV 为 1.26 万亿元，较年初+5.6%。
- **3、人力：代理人队伍规模稳定，人均产能显著提升。**
 - 1) 总人力：2022 年末、2023H1、2023 年末分别为 72.9 万人、72.1 万人、69.4 万人，较年初-4.8%，较年中-3.7%。
 - 2) 个险人力：2022 年末、2023H1、2023 年末分别为 66.8 万人、66.1 万人、63.4 万人，较年初-5.1%，较年中-4.1%。其中，营销、收展团队分别为 41 万、22.4 万人。人均产能显著提升，月人均首年期交保费同比+28.6%。
 - 3) 多元人力：银保渠道客户经理 2.3 万人，同比+9.5%，季均实动人力同比+8.5%。团险销售人员 3.7 万，同比-7.5%，高绩效人力占比同比+4.7pct。
- **4、投资：资产规模稳健增长，净、总投资收益率均有下滑。**
 - 1) 投资资产达 5.7 万亿元，较年初+12%。
 - 2) 定存、债券投资占比分别同比-2.5pct、+3.1pct，股票+基金占比基本稳定。
 - 3) 净投资收益率 3.77%，同比-0.23pct；总投资收益率 2.68%，同比-1.26pct；综合投资收益率 3.23%，同比+1.31pct。
 - 4) 全年计提资产减值损失 530 亿元，预计主要为 AFS 股票资产。浮盈余额（其他综合收益科目）由年初的-49 亿元提升至 114 亿元。
- **投资建议：**总体看，中国人寿年报业绩符合预期，单季度利润表现略超预期，NBV 在可比口径下稳健增长，代理人队伍量稳质升。我们预测公司 24 年 EV 增长为

9.1%，维持买入评级。

- **风险提示：**权益市场大幅度下降，长期无风险收益率大幅度下行，新单保费增速不如预期，寿险改革成效低于预期。

图表 1：中国人寿财务报表及主要财务指标：百万元，%

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标（元）					寿险保费	641380	651243	690317	731736
每股收益	0.75	0.96	1.18	1.48	非寿险保费	0	0	0	0
每股净资产	16.28	17.14	18.14	19.37	总保费及管理费收入	641380	651243	690317	731736
每股内含价值	44.60	48.67	53.07	57.87	减：分出保费	7995	4500	4500	4500
每股新业务价值	1.30	1.43	1.57	1.79	净保费收入	633385	646743	685817	727236
价值评估（倍）					减：净提取未到期责任准备金	1244	1410	938	994
P/E	38.16	29.70	24.09	19.20	已赚净保费	632141	645333	684880	726242
P/B	1.75	1.66	1.57	1.47	投资收益	190627	238544	248613	269338
P/EV	0.64	0.59	0.54	0.49	营业收入	837859	896131	947787	1010316
VNBX	-12.34	-14.11	-15.63	-16.41	赔付及保户利益	223559	211105	225279	240288
盈利能力指标（%）					保险业务综合费用	602059	651015	680628	717532
净投资收益率	3.77%	3.76%	3.79%	3.66%	营业费用	825618	862120	905907	957820
总投资收益率	2.68%	3.72%	3.80%	3.85%	营业利润	12241	34011	41880	52497
净资产收益率	4.59%	5.60%	6.52%	7.66%	税前利润	11878	33811	41680	52297
总资产收益率	0.36%	0.49%	0.55%	0.64%	所得税	-10755	4734	5835	7322
财险综合成本率	-	-	-	-	归属于母公司股东的净利润	21110	27121	33433	41949
财险赔付率	-	-	-	-	少数股东损益	1523	1957	2412	3026
财险费用率	-	-	-	-					
盈利增长（%）					资产负债表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
净利润增长率	-34.2%	28.5%	23.3%	25.5%	现金及存款投资	553697	1057545	1147172	1242804
内含价值增长率	2.4%	9.1%	9.0%	9.0%	债权投资	2926896	2413372	2617905	2836142
新业务价值增长率	2.4%	9.6%	10.0%	13.8%	股权投资	636993	433865	470635	509868
偿付能力充足率（%）					其他投资	1555785	1518526	1647221	1784539
偿付能力充足率（集团）	236.0%	238.0%	240.0%	242.0%	总投资资产	5673371	5423307	5882932	6373352
偿付能力充足率（寿险）	236.0%	238.0%	240.0%	242.0%	分保资产	7973	8372	8790	9230
偿付能力充足率（产险）	-	-	-	-	其他资产	207135	134719	134719	134720
内含价值（百万元）					资产总计	5888479	5566398	6026441	6517302
调整后净资产	771444	864018	967700	1083824	保险合同负债	4288490	4698537	5127630	5580618
有效业务价值	489122	511610	532310	551731	投资合同负债	486483	200000	200000	200000
内含价值	1260566	1375627	1500009	1635555	次级债	34999	34999	34999	34999
一年新业务价值	36860	40399	44438	50571	其他负债	608465	136400	136400	136401
核心内含价值回报率（%）	9.39%	9.08%	9.10%	9.22%	负债总计	5418437	5069936	5499029	5952018
寿险新业务保费（百万元）					实收资本	28265	28265	28265	28265
趸缴新单保费					归属于母公司股东权益	460110	484378	512719	547369
期缴新单保费					少数股东权益	9932	12085	14693	17916
新业务合计	196223	208388	221308	235030	负债和所有者权益合计	5888479	5566398	6026441	6517302
新业务保费增长率（%）	6.20%	6.20%	6.20%	6.20%					
标准保费									
标准保费增长率（%）									

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。