

中国人寿 (601628)

2024 年一季报点评: 价值增速创近年来新高, 承保利润拖累利润释放

2024 年 04 月 26 日

买入 (维持)

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

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润(百万元)	32,082	21,110	31,454	38,435	42,340
同比增长率(%)	-37.0%	-34.2%	49.0%	22.2%	10.2%
新业务价值(百万元)	36,004	36,860	41,353	45,112	47,587
新业务价值增长率(%)	-19.6%	14.0%	0.8%	9.1%	5.5%
每股内含价值	43.5	44.6	48.6	53.0	57.6
P/EV	0.68	0.66	0.61	0.56	0.51

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **事件:** 公司披露 1Q24 业绩, 实现新准则下归母净利润 206.44 亿元, 同比下降 9.3%。公司公告会计政策调整, 2024 年起按照新保险合同准则 (IFRS17) 规定追溯调整保险业务相关上年同期对比数据, 按照新金融工具准则 (IFRS9) 规定选择不追溯调整投资业务相关上年同期对比数据, 综合影响下 2024 年期初净资产增加约 170 亿元, 可比口径下 (同时追溯 IFRS9 与 IFRS17) 1Q24 归母净利润同比下降 24.5%, 业绩符合预期。

■ **新准则专项分析: 保险服务业绩下滑拖累利润释放。** 为了更好分析新准则下可比口径增速, 我们对标了同口径下新准则数据。1Q24 公司实现保险服务收入同比增加 14.0%, 保险服务业绩同比下降 20.4%, 主要系保险服务费用中实际赔付超支所致; 我们搭建的承保利润 (详见附表计算方式) 同比下降 27.2%, 是造成当期净利润下降的核心原因, 主要系长端利率下行放缓合同服务边际 (CSM) 摊销速度; 我们搭建的投资利差 (详见附表计算方式) 同比下降 11.5%, 主要系 1Q24 利率中枢持续下行, A 股市场低位震荡, 结构分化延续。虽然 1Q24 公司实现总/净投资收益同口径分别同比增长 7.2%/下降 0.1%, 简单年化总/净投资收益率为 3.23%/2.82%, 同口径分别同比 -0.24/-0.8pct., 但承保财务损益同比增长抵消了实际利差释放, 关注后续定价利率下调对综合负债成本的进一步压降。

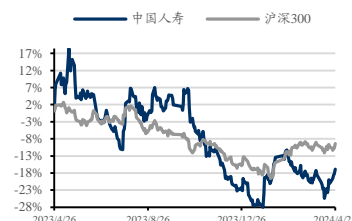
■ **新业务价值 (NBV) 实现近年来最高增速, 可比口径下同比增长 26.3%。** 归因来看, 公司实现新单保费达 1,124.44 亿元, 同比下降 4.4%, 但 NBV Margin 大幅提升, 主要得益于: 1) 产品和期限结构优化, 1Q24 公司实现首年期交保费 (FYRP) 为 748.25 亿元, 同比增长 4.7%, 其中十年期及以上为 251.91 亿元, 同比增长 25.4%, 占比同比提升 5.57 个百分点至 33.67%; 2) 公司积极降本增效, 落实银保渠道“报行合一”并着力于个险渠道探索佣金递延, 优化基本法设计, 提升费用投入产生效率; 3) 2023 年 7 月末预定利率下调, 公司综合负债成本稳中有降。公司于 1Q24 业绩会传递 2024 年全年较快价值增长指引, 彰显对全年业务有质量增长的信心。

■ **个险渠道量质双升, 银保渠道价值率大幅改善。** 期末总销售人力为 67.9 万人 (同比 -6.0%, 环比 -2.2%), 其中个险销售人力为 62.2 万人 (同比 -6.0%, 环比 -1.9%), 规模基本稳定。个险板块月人均首年期交保费同比上升 17.7%, 个险新型营销模式“种子计划”试点已在江苏、广东、深圳等省级机构启动。1Q24 公司趸交业务同比大幅下降 74.9%, 主要系公司主动调整银保渠道缴费及产品结构。我们预计后续价值率中枢提升可期。

■ **盈利预测与投资评级: 价值增速创近年来新高, 承保利润拖累利润释放。** 值得鼓励的是, 公司在 A 股实施新准则, 拉平与同业可比口径, 并稳定投资者年度分红预期。我们维持盈利预测, 我们预计 2024-26 年归母净利润为 315、384 和 423 亿元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示: 长端利率趋势性下行, 负债成本压降不及预期**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.55
一年最低/最高价	25.09/43.00
市净率(倍)	1.74
流通 A 股市值(百万元)	615,335.31
总市值(百万元)	835,222.03

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.00
资产负债率(% ,LF)	91.92
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 年年报点评: 利润降幅明显收窄, 经济假设调整对价值影响好于同业》

2024-03-28

《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》

2023-10-26

表1: 中国人寿新准则业绩分析(单位: 百万元, 为更好分析准则下可比口径增速, 我们对标了同口径下新准则数据)

新准则分析累计 单位: 百万元	2022A	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24
保险服务收入	182,578	47,183	91,941	136,439	212,445	53,773
同比		2.3%	0.2%	-0.7%	16.4%	14.0%
保险服务成本	-131,614	-31,160	-64,846	-99,171	-150,353	-41,021
同比		-9.5%	2.5%	3.3%	14.2%	31.6%
保险服务业绩	50,964	16,023	27,095	37,268	62,092	12,752
同比		37.2%	-4.9%	-10.0%	21.8%	-20.4%
承保利润[1]	53,119	15,892	26,047	36,816	61,804	11,572
同比		35.9%	-9.8%	-14.4%	16.4%	-27.2%
投资利差[2]	27,968	18,219	15,121	-862	-10,080	16,124
同比		145.9%	-27.2%	-103.5%	-136.0%	-11.5%
归母净利润	66,680	27,348	36,151	35,541	46,181	20,644
同比		78.0%	-8.0%	-36.0%	-30.7%	-24.5%
归母综合收益	-2,577	30,446	25,263	22,080	24,440	3,286
同比		-4334.5%	-22.0%	-403.0%	-1048.4%	-89.2%
归母净资产	366,021	496,619	477,935	474,739	477,093	480,406
同比					30.3%	-3.3%
保险服务毛利率	27.9%	34.0%	29.5%	27.3%	29.2%	23.7%
同比		8.6 个 pct.	-1.6 个 pct.	-2.8 个 pct.	1.3 个 pct.	-10.2 个 pct.
合同服务边际	783,473		802,380		769,137	
较年初			2.4%		-1.8%	
合同服务边际/ 保险合同负债	18.4%		17.1%		15.8%	
同比					-2.5 个 pct.	
ROAE(测算)		6.3%	8.6%	8.5%	11.0%	4.3%

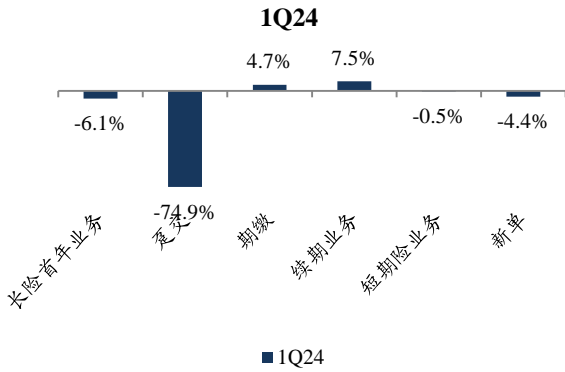
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所;

注: 公司公告会计政策调整, 2024年起按照新保险合同准则(IFRS17)规定追溯调整保险业务相关上年同期对比数据, 按照新金融工具准则(IFRS9)规定选择不追溯调整投资业务相关上年同期对比数据。公司实现新准则下归母净利润206.44亿元, 同比下降9.3%, 可比口径下(同时追溯IFRS9与IFRS17)净利润同比下降24.5%。

[1]注: 承保利润=保险服务收入-(保险服务费用+(分出保费的分摊-摊回保险服务费用)+提取保费准备金);

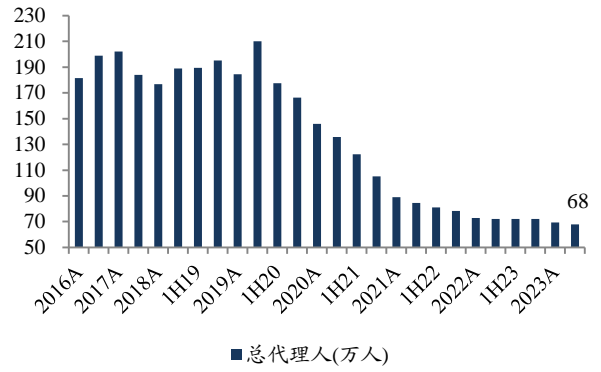
[2]注: 投资利差=利息收入+投资收益+公允价值变动+汇兑损益-承保财务净损益-利息支出-信用减值损失

图1: 1Q24 公司原保费收入分项增速



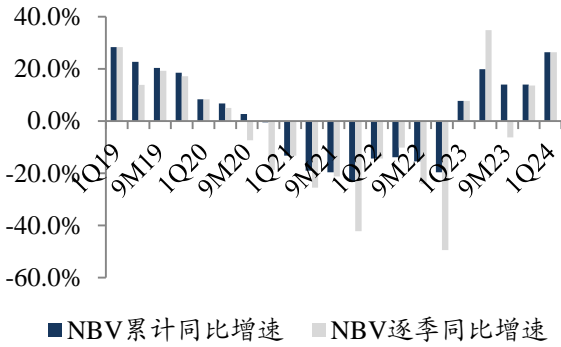
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 期末队伍数量仍在下降但降速已趋缓(万人)



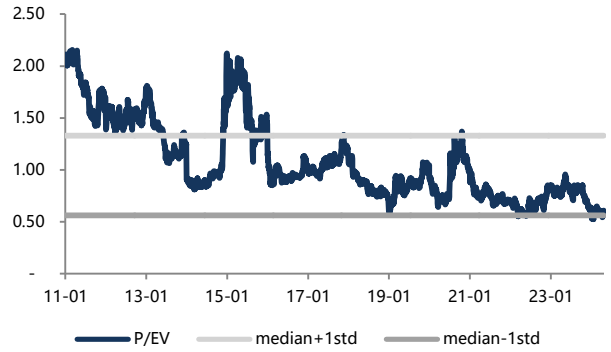
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司 1Q24 价值增速创近年来新高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 当前公司 PEV 估值处于历史低位



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 中国人寿预测利润表

人民币: 百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业收入	826,055	837,859	958,573	1,026,696	1,095,540
已赚保费	607,825	632,141	688,434	732,657	775,220
保险业务收入	615,190	641,380	696,227	738,049	780,989
提取未到期责任准备金	905	-1,244	-1,179	1,620	1,650
投资收益	217,775	190,627	258,592	282,415	308,614
二、营业支出	-801,672	-825,618	-930,840	-991,019	-1,056,158
退保金	-37,122	-48,740	-61,027	-67,193	-73,705
赔付支出	-140,683	-174,819	-180,264	-201,474	-212,414
提取保险责任准备金	-461,204	-407,211	-442,276	-458,696	-488,844
保单红利支出	-20,685	-11,695	-49,293	-53,833	-58,827
保险业务手续费及佣金支出	-54,777	-63,092	-95,857	-102,670	-109,554
营业税金及附加	-1,261	-1,417	-1,538	-1,631	-1,725
业务及管理费	-42,213	-41,076	-52,722	-56,468	-60,255
其他业务成本	-30,387	-32,591	-32,591	-32,591	-32,591
资产减值损失	-21,396	-53,001	-22,848	-24,905	-27,146
三、营业(亏损)/利润	24,383	12,241	27,733	35,676	39,382
加: 营业外收入	108	94	0	0	0
减: 营业外支出	-444	-457	0	0	0
四、(亏损)/利润总额	24,047	11,878	27,733	35,676	39,382
减: 所得税费用	9,467	10,755	5,396	4,602	4,985
五、净利润	33,514	22,633	33,129	40,278	44,367
归属于母公司股东的净利润	32,082	21,110	31,454	38,435	42,340
少数股东损益	1,432	1,523	1,675	1,843	2,027
六、每股收益(元/股)	1.14	0.75	1.11	1.36	1.50
每股股息(元/股)	0.49	0.43	0.45	0.54	0.60

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>