

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

NBV 增长亮眼，负债端经营韧性凸显

2024 年 4 月 27 日

事件: 中国人寿公布 2024 年一季报, 2024 一季度公司实现营业收入 1209.70 亿元, 同比+14.4%; 实现归母净利润 206.44 亿元, 同比-9.3%, 加权平均净资产收益率 4.31%, 同比-1.70pct。

点评:

- 保费增长领先同业, 营收实现稳健增长, 受投资拖累净利润同比小幅承压。1Q24 公司总保费收入同比+3.2%至 3376.38 亿元, 在同期 1Q23 高基数基础上仍实现同比增长, 一季度公司保费增速领先主要同业, 我们认为体现了公司强大的业务基础和经营韧性。
- 负债端结构和质态改善, 推动 NBV 亮眼表现。在预定利率下调、“报行合一”持续推进背景下, 公司持续强化资产负债管理, 优化产品结构, 在保持规模仍能在高基数下持续稳健的同时, 中长期期交业务快速发展, 推动 NBV 同比高增。1Q24 公司新单保费同比小幅下降 4.4%至 1124.44 亿元, 主要系公司主动压缩低价值趸交产品规模, 同时十年期及以上首年期交保费同比+25.4%至 251.91 亿元, 占比首年期交保费为 33.67%, 同比+5.57pct。依托中长期期交业务快速增长和降本增效带动下, 一季度 NBV 同比高增 26.3%, 实现近年来最高增速。
- 渠道人力: 规模保持企稳趋势, 质态不断改善。截至 1Q24 公司个险销售人力为 62.2 万人, 在队伍人力巩固的同时, 队伍质态明显改善, 个险绩优人数规模和占比均提升, 月人均首年期交保费同比+17.7%, 我们认为公司个险人力规模伴随经济复苏已逐步企稳, 存量和新增人力均有望实现人均产能的持续提升并带动负债端销售结构的改善, 中长期业务占比有望持续提升并带动 NBV 增长。

投资端: 利率下行背景下, 投资收益率继续承压, 投资规模稳健增长。1Q24 公司简单年化总投资收益率和简单年化净投资收益率分别为 3.23%和 2.82%, 分别同比-0.98pct 和-0.80pct, 1Q24 总投资收益和净投资收益分别同比+7.2%和-0.1pct, 投资资产较年初+4.8%, 受长端利率中枢持续下行和权益波动影响, 净、总投资收益率仍处下行趋势, 受益于投资规模稳健增长, 净、总投资收益整体保持稳健。

- **盈利预测与投资评级:** 公司负债端已显现企稳态势, 伴随宏观经济复苏, 改革效果有望进一步显现。公司存量业务基础庞大, 经营韧性较强, 当前个险代理人队伍业务率先企稳, 同时队伍转型下, 专业化、职业化等能力持续提升, 带动公司产品结构改善, NBVM 有望持续提升。整体来看, 公司始终坚持审慎经营, 严格执行“报行合一”等新规落地, 市场领先优势更加稳固, 综合实力有望持续增强, 短期内重点关注宏观政策“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来对公司净、总投资收益的提振和估值弹性。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.96/1.15/1.29, 维持“增持”评

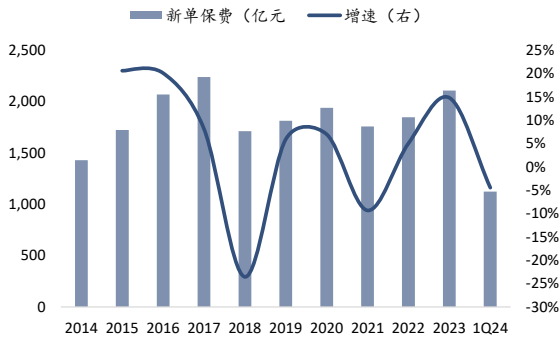
级。

- **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。

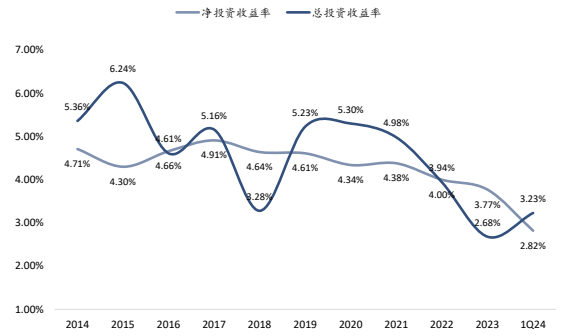
重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	826,055	837,859	882,005	940,357	989,405
增长率 YoY %		1.4%	5.3%	6.6%	5.2%
归属母公司净利润 (百万元)	32,082	21,110	27,259	32,430	36,481
增长率 YoY%		-34.2%	29.1%	19.0%	12.5%
净资产收益率 ROE%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
EPS(摊薄)(元)	1.14	0.75	0.96	1.15	1.29
市盈率 P/E(倍)	26.03	39.57	30.64	25.75	22.90
市净率 P/B(倍)	1.91	1.82	1.47	1.34	1.28

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测

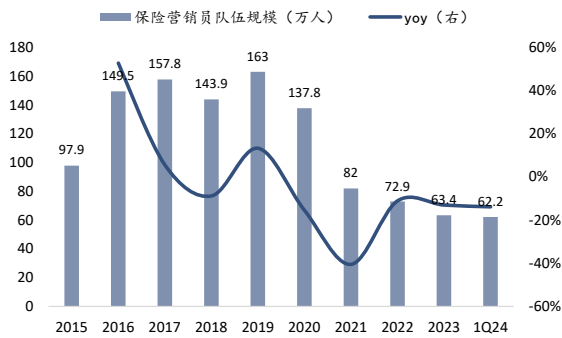
注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

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（年化）


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	275,570	305,773	339,542
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	52,409	55,318	58,439
应收保费	19,697	21,521	23,673	24,987	26,397
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	773
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	19,192	20,202
贷款	596,490	603,639	610,874	618,195	625,604
定期存款	485,567	404,131	444,544	435,653	444,366
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	1,939,333	2,133,266
长期股权投资	261,179	257,606	314,279	349,164	378,717
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	53,440	53,594	56,537
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	6,626,961	7,065,804	7,541,178
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	54,800	57,841	61,105
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	960	902	983
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	6,050,474	6,433,414	6,877,278
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	113,301	161,930	186,773

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 股东权益	436,169	460,110	567,045	622,703	654,336
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	6,626,961	7,065,804	7,541,178

利润表	单位: 人民币百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	826,055	837,859	882,005	940,357	989,405
已赚保费	607,825	632,141	651,955	687,714	726,744
保险业务收入	615,190	641,380	660,669	697,335	736,684
投资收益	217,775	190,627	212,499	232,506	239,402
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	-864,857	-919,322	-965,792
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	-419,457	-442,737	-467,719
减: 摊回保险责任准备金	311	287	294	310	327
保单红利支出	-20,685	-11,695	-16,677	-17,089	-17,104
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	-67,756	-71,517
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	17,148	21,035	23,614
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	16,799	20,679	23,261
减: 所得税费用	9,467	10,755	11,938	13,251	14,709
净利润	33,514	22,633	28,737	33,930	37,970
归母净利润	32,082	21,110	27,259	32,430	36,481

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。