

中国人寿 (601628.SH)

利润降幅收窄，营销改革深化

买入

核心观点

资产负债双轮驱动，营业收入同比高增。2024年一季度，中国人寿实现营业收入1209.7亿元，可比口径下同比增长14.4%。公司持续深化负债端转型，一季度实现保险服务收入537.7亿元，同比增长14.0%。受资本市场波动及长端利率下行等因素影响，公司实现归母净利润206.4亿元，同比下降9.3%，降幅较去年明显收窄，改革成果持续释放。

产品期限持续调整，营销团队深化改革。公司持续推动产品结构、营销模式、团队质态等方面的改革措施，实现总保费收入3376.4亿元，同比增长3.2%。其中，因受趸交业务占比下降影响，公司新单保费收入同比下降4.4%至1124.4亿元。同时，公司不断推进产品的长期化转型，首年期交保费收入实现748.3亿元，同比增长4.7%；十年期及以上保费收入251.9亿元，同比增长25.4%。公司一季度末实现新业务价值同比增速26.3%，为近年新高。

推进“种子计划”落地，人均产能显著改善。公司持续推行营销体系改革方案，绩优人力占比及规模实现双升。现有队伍围绕结构调整、基础巩固、城区强化、县域深耕等六大举措加快升级。截至一季度末，公司个险渠道代理人规模为62.2万人，较去年底下降1.2万人。人均产能方面，个险渠道月人均首年期交保费同比提升17.7%，团队质态改善显著。今年以来，公司持续推进“种子计划”试点方案的落地，加快年轻化、高质量、高产能绩优人才的储备，目前该项目已在江苏、广东等地区启动，人均产能提升显著。

资产收益改善，配置结构优化。2024年，资本市场低位震荡及利率中枢下移背景之下，公司持续优化资产配置机构。截至一季度末，公司实现总投资收益646.8亿元，可以口径下同比增长7.2%，对应简单年化总投资收益率3.23%及京投资收益率2.82%。公司不断加强长债等资产配置，进一步优化资产负债匹配，目前公司久期缺口低于行业平均水平。

投资建议：公司持续践行“三坚持”、“三提升”、“三突破”的转型目标，负债端及资产端核心指标持续修复。我们维持公司盈利预测，预计2024至2026年公司EPS为1.45/1.80/2.09元/股（原2024/2025年为1.87/2.09元/股），对应P/EV为0.63/0.57/0.53x，维持“买入”评级。

风险提示：改革成效不及预期；保费增速不及预期；权益市场的持续波动；利率中枢下行等。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	826,055	837,859	906,215	943,107	981,124
(+/-%)	-3.78%	1.43%	8.16%	4.07%	4.03%
归母净利润(百万元)	32,082	21,110	40,862	50,804	59,095
(+/-%)	-37.00%	-34.20%	93.57%	24.33%	16.32%
摊薄每股收益(元)	1.14	0.75	1.45	1.80	2.09
每股内含价值	43.54	44.60	46.34	50.65	55.01
(+/-%)	2.29%	2.44%	3.90%	9.30%	8.62%
PEV	0.67	0.65	0.63	0.57	0.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·保险 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

29.55元

收盘价

总市值/流通市值

835222/835222 百万元

52周最高价/最低价

43.00/25.09元

近3个月日均成交额

441.75百万元

市场走势

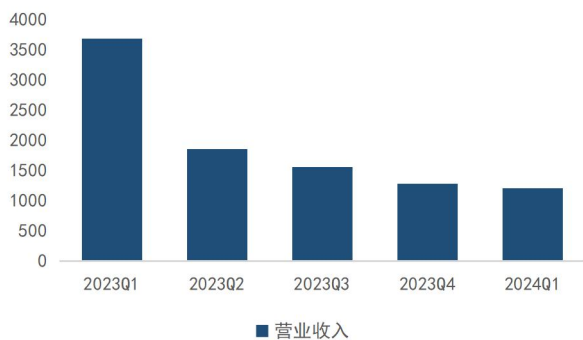


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

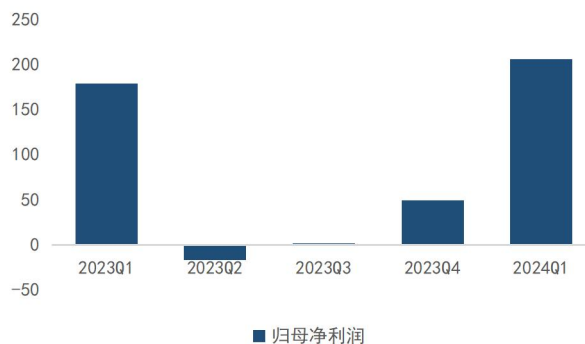
- 《中国人寿(601628.SH)-龙头地位夯实，保费价值双升》——2024-03-28
- 《中国人寿(601628.SH)-布局养老机遇，推进营销改革》——2023-11-09
- 《中国人寿(601628.SH)-短期业绩承压，战略持续转型》——2023-10-27
- 《中国人寿(601628.SH)-规模与增长并重，保费共价值双升》——2023-08-24
- 《中国人寿(601628.SH)-二季度渠道和新单趋稳，权益类资产配置加大》——2022-08-26

图1: 中国人寿单季度营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中国人寿季度营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

**资产负债表（百万
元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	128,953	149,566	164,523	177,684	191,899
应收保费	19,697	21,521	23,673	26,040	28,644
应收分保账款	1,433	1,411	1,270	1,168	1,075
衍生金融资产	0	0	0	0	0
发放贷款及垫款	596,490	603,639	664,003	664,003	664,003
交易性金融资产	223,782	253,879	294,500	338,675	389,476
长期股权投资	261,179	257,606	283,367	311,703	342,874
投资性房地产	13,193	12,753	13,136	13,530	13,936
无形资产	8,532	8,369	9,039	9,762	10,543
其他资产	5,654	13,909	13,909	13,909	13,909
资产总计	5,251,984	5,888,479	6,434,750	6,748,153	7,091,397
短期借款	0	0	0	0	0
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	5,305	5,146	4,991
衍生金融负债	0	0	0	0	0
预收保费	50,830	49,818	54,800	60,280	66,308
卖出回购金融资产款	148,954	216,704	205,869	195,575	185,797
应付股利	0	7	0	0	0
保单合同准备金	3,880,160	4,288,490	4,515,215	4,754,585	5,007,365
其他负债	104,060	116,813	116,813	116,813	116,813
负债合计	4,806,863	5,418,437	5,701,406	6,005,039	6,329,945
总权益	445,121	470,042	733,344	743,114	761,452

关键财务与估值指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	1.14	0.75	1.45	1.80	2.09
每股净资产	15.75	16.63	25.95	26.29	26.94
每股集团新业务价值	43.54	44.60	46.34	50.65	55.01
P/E	24.68	37.51	19.46	15.65	13.45
P/B	1.79	1.69	1.08	1.07	1.04
P/EV	0.65	0.63	0.61	0.56	0.51
集团内含价值增长	2%	2%	4%	9%	9%
新业务价值	36004	36860	39809	42994	46433
新业务价值同比	-20%	2%	8%	8%	8%

利润表（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
保险业务收入	615,190	641,380	679,863	707,057	735,340
已赚保费	607,825	632,141	678,544	705,686	733,913
对联营企业和合营企业的投资收益/(损失)	217,775	8,526	8,611	9,042	9,494
公允价值变动损益	3,628	4,169	4,503	4,728	4,964
投资收益	-905	190,627	202,065	210,147	218,553
其他收益	-69	11,086	12,416	13,410	14,080
营业收入合计	826,055	837,859	906,215	943,107	981,124
赔付支出	140,683	174,819	183,560	192,738	202,375
保险业务手续费及佣金支出	54,777	63,092	64,354	66,928	69,605
营业支出合计	801,672	825,618	861,245	887,292	916,265
利润总额	24,047	11,878	44,617	55,472	64,525
净利润	33,514	22,633	42,564	52,920	61,557
归属于母公司净利润	32,082	21,110	40,862	50,804	59,095

现金流量表（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	33,514	22,633	42,564	52,920	61,557
资产减值准备	21,396	53,001	42,401	33,921	27,137
折旧摊销	7,867	7,717	8,031	8,406	8,800
公允价值变动损失	8,751	-4,169	-4,252	-4,337	-4,424
其它	0	2187	0	0	0
经营活动现金流	351,968	388,232	401,402	407,160	412,748
收回投资收到的现金	1,160,547	1,203,645	1,299,937	1,364,933	1,433,180
其它投资现金流	0	198	0	0	0
投资活动现金流	-164,955	-428,102	-372,801	-344,859	-314,544
吸收投资收到的现金	5,896	18,035	20,740	23,851	27,429
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	26,386	22,189	22,633	23,085	23,547
支付卖出回购金融资产款	90,711	0	0	0	0
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	-120,095	60,273	-3,309	-723	2,316
现金净变动	67,135	20,467	25,292	61,578	100,520
货币资金的期初余额	60,459	127,594	148,061	173,353	234,931
货币资金的期末余额	127,594	148,061	173,353	234,931	335,451

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032