

中国人寿 (601628)

证券研究报告
2024年10月31日

中国人寿 24Q3 业绩点评：三季度利润弹性尽显，重点关注权益走势带来的净利润边际变化

事件：公司 24Q3 单实现归母净利润 662.45 亿元，同比+1767.1%；24 年前三季度实现归母净利润 1045.2 亿元，同比+173.9%。

投资端：债市股市大幅上涨带动投资收益释放，利率中枢持续下行新配固收资产承压。

23 年前三季度，公司实现净投资收益 1447.1 亿，同口径同比+3.9%，净投资收益率为 3.26%，较 23 年同期-0.55Pct；实现总投资收益 2614.2 亿元，同口径同比+152.4%，总投资收益率 5.38%，较 23 年同期+2.57Pct。我们认为债券利率中枢持续下移压制净投资收益表现，但债券票面价格上涨叠加三季度权益市场上行带动公司总投资收益大幅提升，带动利润弹性释放。

保费收入及新业务价值：Q3 单季环比改善，个险人力企稳回升。

24 年前三季度，首年期交保费收入 1131.8 亿元，同比+6.8%（24H 同比-0.1%，增速提升 6.9Pct），Q3 单季改善显著；其中十年期及以上首年期交保费收入 525.6 亿元，同比+17.7%（24H 同比+9.4%，增速提升 8.3Pct），占首年期交保费的比重为 46.4%，较 23 年同期+4.31Pct，十年期业务增速快于期交增速，负债结构持续优化；新业务价值同比+25.1%（24H 同比+18.6%，增速提升 6.5Pct）。

公司人力企稳回升，24Q3 公司总销售人力 69.4 万人（24H 为 68.5 万人），个险销售人力 64.1 万人（24H 为 62.9 万人）；个险渠道月人均首年期交保费同比上升 17.7%，队伍产能在高基数基础上稳步增长。

投资建议：在资本市场高质量发展和长期“耐心资本”持续入市的新阶段，资本市场上行可期。公司金融资产的入账方式中，FVTPL（公允价值变动计入损益）型资产占比行业内较高，权益资产上涨带来的利润弹性体现将更为明显。我们调整 2024-2026 归母净利润至 1143 亿元、1226 亿元及 1288 亿元，同比+441.2%、7.3%及 5.1%（新会计准则下，同比+147%、7.3%及 5.1%）。未来重点关注指数涨幅、长债收益率和负债端分红险的销售情况。

风险提示：资本市场持续波动；长端利率持续下行；负债端表现不及预期

投资评级

行业	非银金融/保险 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	41.88 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,823.53
流通 A 股股本(百万股)	20,823.53
A 股总市值(百万元)	872,089.44
流通 A 股市值(百万元)	872,089.44
每股净资产(元)	20.05
资产负债率(%)	91.09
一年内最高/最低(元)	48.40/25.09

作者

杜鹏辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523100001	
dupenghui@tfzq.com	
陈嘉言	联系人
chenjiayan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国人寿-年报点评报告:中国人寿 23 年报点评：负债端复苏但投资端拖累利润表现，经济假设调整提升报表信服力》 2024-03-29
- 《中国人寿-季报点评:高基数下负债端超预期增长，新准则大幅提振利润》 2023-04-29
- 《中国人寿-年报点评报告:NBV 同比-20%基本符合预期，个险渠道稳健向好，看好 23 年负债端价值高质量增长》 2023-03-30

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	826055	837859	1008635	1064256	1126215
增长率(%)	-3.78%	1.43%	20.38%	5.51%	5.82%
归属母公司股东净利润(百万元)	32082	21110	114255	122594	128781
增长率(%)	-36.80%	-34.20%	441.24%	7.30%	5.05%
每股收益(元)	1.14	0.75	4.04	4.34	4.56
市盈率(P/E)	37.34	56.74	10.48	9.77	9.30
市净率(P/B)	2.75	2.60	2.06	1.96	1.67

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)						寿险保费	615,190	641,380	678,412	711,227	754,412
每股收益	1.14	0.75	4.04	4.34	4.56	非寿险保费	0	0	0	0	0
每股净资产	15.43	16.28	20.53	21.60	25.42	总保费及管理费收入	615,190	641,380	678,412	711,227	754,412
每股内含价值	43.54	44.60	49.08	54.04	59.52	减: 分出保费	8,270	7,995	8,819	9,246	9,807
每股新业务价值	1.27	1.30	1.41	1.52	1.64	净保费收入	606,920	633,385	669,593	701,981	744,605
						减: 净提取未到期责任准备金	-905	1,244	17	442	455
价值评估 (倍)						已赚净保费	607,825	632,141	669,576	701,539	744,150
P/E	37.34	56.74	10.48	9.77	9.30	投资收益	217,775	190,627	324,179	347,339	372,168
P/B	2.75	2.60	2.06	1.96	1.67	营业收入	826,055	837,859	1,008,635	1,064,256	1,126,215
P/EV	0.97	0.95	0.86	0.78	0.71	赔付及保户利益	177,805	126,079	245,548	260,985	278,562
VNBX	-0.91	-1.70	-4.76	-7.67	-10.43	保险业务综合费用	623,867	699,539	675,231	709,029	748,674
						营业费用	801,672	825,618	920,779	970,014	1,027,236
盈利能力指标 (%)						营业利润	24,383	12,241	87,856	94,242	98,979
净投资收益率	4.00%	3.77%	4.50%	4.50%	4.50%	税前利润	24,047	11,878	87,499	93,885	98,623
总投资收益率	3.94%	2.68%	5.00%	5.00%	5.00%	所得税	-9,467	-10,755	-34,999	-37,554	-39,449
净资产收益率	7.36%	4.59%	19.69%	20.08%	17.92%	归属于母公司股东的净利润	32,082	21,110	114,255	122,594	128,781
总资产收益率	0.61%	0.36%	1.71%	1.71%	1.67%	少数股东损益	1,432	1,523	8,243	8,845	9,291
财险综合成本率	-	-	-	-	-						
财险赔付率	-	-	-	-	-						
财险费用率	-	-	-	-	-						
盈利增长 (%)						资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润增长率	-36.80%	-34.20%	441.24%	7.30%	5.05%	现金及存款投资	614,520	553,697	758,813	811,930	868,765
内含价值增长率	2.29%	2.44%	10.06%	10.10%	10.13%	债权投资	2,458,437	2,926,986	2,913,843	3,117,812	3,336,059
新业务价值增长率	-19.60%	2.38%	8.00%	8.00%	8.00%	股权投资	578,036	636,993	685,967	733,985	785,364
						其他投资	1,413,987	1,555,695	1,711,883	1,831,715	1,959,935
偿付能力充足率 (%)						总投资资产	5,064,980	5,673,371	6,070,507	6,495,442	6,950,123
偿付能力充足率 (集团)	-	-	-	-	-	分保资产	7,840	7,973	9,568	11,481	13,777
偿付能力充足率 (寿险)	207%	219%	250%	250%	250%	其他资产	179,164	207,135	605,253	668,840	740,235
偿付能力充足率 (产险)	-	-	-	-	-	资产总计	5,251,984	5,888,479	6,685,328	7,175,764	7,704,136
						保险合同负债	3,880,160	4,288,490	4,605,119	4,962,380	5,274,391
内含价值 (百万元)						投资合同负债	374,742	486,483	300,000	300,000	300,000
调整后净资产	565,222	621,744	683,918	752,310	827,541	次级债	34,997	34,999	34,994	34,995	34,996
有效业务价值	665,297	638,822	703,452	775,193	854,745	其他负债	516,964	608,465	575,108	588,832	604,651
内含价值	1,230,519	1,260,566	1,387,370	1,527,503	1,682,286	负债总计	4,806,863	5,418,437	5,515,221	5,886,207	6,214,037
一年新业务价值	36,004	36,860	39,809	42,994	46,433	实收资本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
核心内含价值回报率	10.13%	9.39%	10.04%	9.99%	9.94%	归属于母公司股东权益	436,169	460,110	580,198	610,600	718,575
						少数股东权益	8,952	9,932	18,484	27,665	37,324
寿险新业务保费 (百万元)						负债和所有者权益合计	5,251,984	5,888,479	6,685,328	7,175,764	7,704,136
短险和趸缴新单保费	88,341	98,240	101,550	105,068	108,714						
期缴新单保费	96,426	112,573	121,406	130,940	141,232						
新业务合计	184,767	210,813	222,956	236,008	249,946						
新业务保费增长率 (%)	5.06%	14.10%	5.76%	5.85%	5.91%						
标准保费	105,260	122,397	131,561	141,447	152,103						
标准保费增长率 (%)	-0.84%	16.28%	7.49%	7.51%	7.53%						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com