

中国人寿 (601628)

2024 年三季度报点评: 净资产较快增长, “种子计划” 加速推进

买入 (维持)

2024 年 10 月 31 日

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

证券分析师 武欣姝

执业证书: S0600524060001
wuxs@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	86,177	38,435	42,340
同比增长率 (%)	-37.0%	-34.2%	308.2%	-55.4%	10.2%
新业务价值 (百万元)	36,004	36,860	44,669	48,630	52,595
新业务价值增长率 (%)	-19.6%	14.0%	8.9%	8.9%	8.2%
EVPS (元/股)	43.5	44.6	52.3	56.4	61.4
P/EV	0.97	0.95	0.81	0.75	0.69

投资要点

■ **事件:** 中国人寿披露 9M24 业绩, 业绩符合此前预增公告区间, 系股票市场低位震荡后快速反弹, 总投资收益同比大幅提升。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 9M24 累计归母净利润同比增长中枢为 173.9%, 若按照可比口径下 (同时追溯 IFRS9 与 IFRS17), 9M24 累计归母净利润同比大增 194.1%, 业绩表现符合预期。

■ **新准则专项分析。** 为了更好分析新准则下可比口径增速, 我们对比了同口径下新准则数据。9M24 公司实现保险服务收入同比增加 15.7%, 好于同业系合同服务边际摊销和保单获取现金流量摊销增长所致, 保险服务业绩同比小幅增长 1.4%; 我们搭建的承保利润 (详见附表计算方式) 同比基本持平; 我们搭建的投资利差 (详见附表计算方式) 同比扭亏是当期净利润激增的核心原因。1Q24 实现总/净投资收益同口径分别同比增长 152.4%/3.9%, 简单年化总/净投资收益率为 5.38%/3.26%, 主要系 9 月末权益市场快速上行带动浮盈释放。IFRS9 下, 大量权益投资计入交易性金融资产 (FVTPL), 而其他权益工具 (FVOCI 权益工具) 期末余额达 1514.08 亿元, 占投资资产比例仅为 2.4% (2023 年末分别为 1380.05 亿元和 2.4%), 使得公允价值变动损益由上年同期的 -120.89 亿元大幅转正为 1476.55 亿元, 对当期净利润影响较大, 期末净资产同比增长 19.4% 至 5667.04 亿元得益于当期利润释放和其他综合收益正向贡献所致。

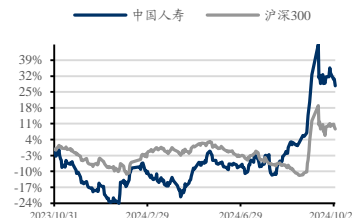
■ **9M24 累计新业务价值 (NBV) 提速, 可比口径下同比增长 25.1%, 对应 3Q24 单季增速逾五成。** 归因来看, 9M24 公司累计实现新单保费达 1,975.09 亿元, 同比增长 0.4% (对应 3Q24 单季增速达 46.4%); 但 NBV Margin 大幅提升, 主要得益于: 1) 产品和期限结构优化, 9M24 公司实现首年期交保费为 1,131.84 亿元, 同比增长 6.8% (对应 3Q24 单季增速达 85.5%), 其中十年期及以上同比增长 17.7% (对应 3Q24 单季增速达 74.9%), 占比同比提升 4.3 个百分点至 46.4%; 2) 公司积极降本增效, 落实多个渠道“报行合一”并着力于公司稳步推进营销体系改革, 深化推进现有队伍向专业化、职业化、综合化转型, 着力实现队伍优增优育和产能提升; 3) 多轮预定利率下调后, 综合负债成本稳中有降。公司持续强化资产负债管理, 积极推进产品多元和业务形态多元, 负债质量不断优化。

■ **“种子计划”超预期加速推进, 队伍质态改善。** 期末总销售人力为 69.4 万人 (同比-3.6%, 环比+1.3%), 其中个险人力为 64.1 万人 (同比-2.9%, 环比+1.9%), 触底后连续两个季度改善。9M24 个险月人均首年期交保费同比上升 17.7%, 队伍产能高基数基础上稳步增长。个险新型营销模式试点快速推进, “种子计划”在南京、深圳等 24 个城市试点, 取得初步成效。

■ **盈利预测与投资评级。** 维持盈利预测我们预计 2024-26 年归母净利润为 862、384 和 423 亿元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 权益市场大幅波动, 长端利率趋势性下行

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.38
一年最低/最高价	25.09/48.40
市净率(倍)	2.11
流通 A 股市值(百万元)	882,501.20
总市值(百万元)	1,197,858.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.05
资产负债率(% ,LF)	91.09
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): 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》

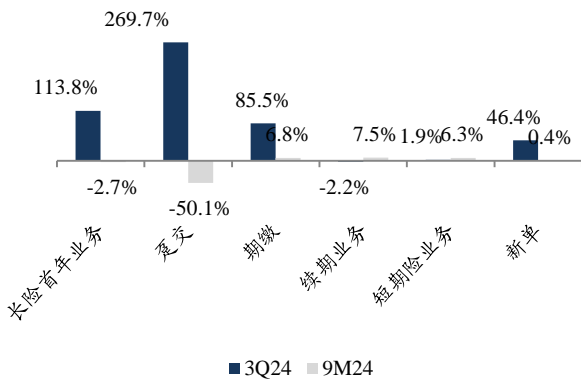
2024-04-27

表1: 中国人寿 9M24 归母净利润口径对比

单位: 百万元	按照 2023 年年初实施新准则 (同步追溯 IFRS9&IFRS17)	按照 2024 年年初实施新准则 (追溯 IFRS17&不追溯 IFRS9)
9M24	104,523	104,523
9M23	35541	38164
同比	194.1%	173.9%
3Q24	66245	66245
3Q23	-610	3548
同比	扭亏	1767.1%

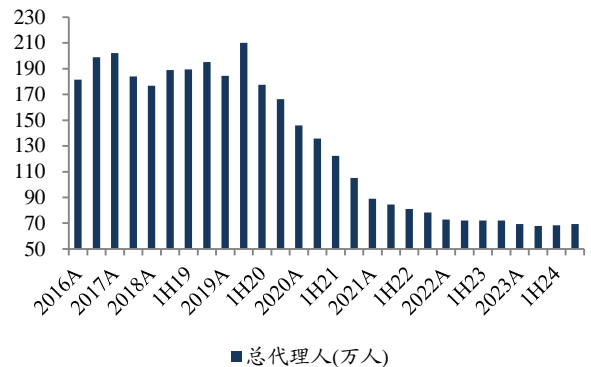
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 年初公司公告会计政策调整, 2024 年起按照新保险合同准则 (IFRS17) 规定追溯调整保险业务相关上年同期对比数据, 按照新金融工具准则 (IFRS9) 规定选择不追溯调整投资业务相关上年同期对比数据, 综合影响下 9M24 累计归母净利润同比增长中枢为 173.9%, 若按照可比口径下 (同时追溯 IFRS9 与 IFRS17), 9M24 累计归母净利润同比大增 194.1%。

图1: 9M24 累计和 3Q24 单季公司原保费收入分项增速



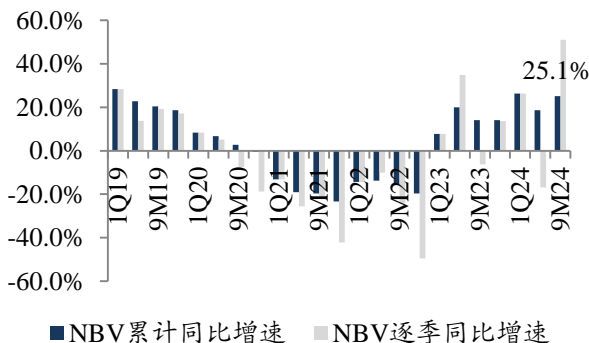
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 期末队伍数量仍在下降但降速已趋缓 (万人)



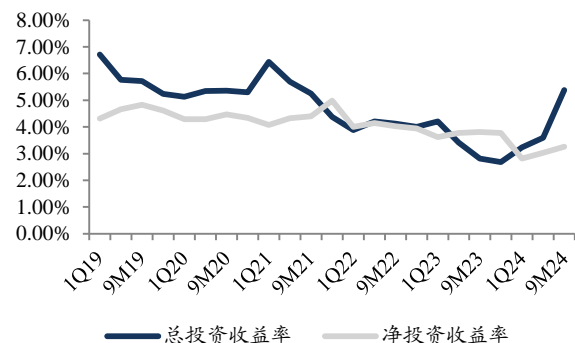
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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: 投资收益率同比改善



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 2023 年后为新准则, 此前数据未重述

表2: 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 单位:百万元	2022A	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24	1H24	9M24
保险服务收入	182,578	47,183	91,941	136,439	212,445	53,773	106,622	157,849
同比		2.3%	0.2%	-0.7%	16.4%	14.0%	16.0%	15.7%
保险服务成本	-131,614	-31,160	-64,846	-99,171	-150,353	-41,021	-83,822	-120,041
同比		-9.5%	2.5%	3.3%	14.2%	31.6%	29.3%	21.0%
保险服务业绩	50,964	16,023	27,095	37,268	62,092	12,752	22,800	37,808
同比		37.2%	-4.9%	-10.0%	21.8%	-20.4%	-15.9%	1.4%
承保利润 ¹	53,119	15,892	26,047	36,816	61,804	11,572	21,931	37,100
同比		35.9%	-9.8%	-14.4%	16.4%	-27.2%	-15.8%	0.8%
投资利差 ²	27,968	18,219	15,121	-862	-10,080	16,124	28,765	91,549
同比		145.9%	-27.2%	-103.5%	-136.0%	-11.5%	90.2%	扭亏
归母净利润	66,680	27,348	36,151	35,541	46,181	20,644	38,278	104,523
同比		78.0%	-8.0%	-36.0%	-30.7%	-24.5%	5.9%	194.1%
归母综合收益	-2,577	30,446	25,263	22,080	24,440	3,286	28,892	101,747
同比		-4334.5%	-22.0%	-403.0%	-1048.4%	-89.2%	14.4%	360.8%
归母净资产	366,021	496,619	477,935	474,739	477,093	480,406	493,834	566,704
同比					30.3%	-3.3%	3.3%	19.4%
保险服务毛利率	27.9%	34.0%	29.5%	27.3%	29.2%	23.7%	21.4%	24.0%
同比		8.6 个 pct.	-1.6 个 pct.	-2.8 个 pct.	1.3 个 pct.	-10.2 个 pct.	-8.1 个 pct.	-3.4 个 pct.
合同服务边际	783,473		802,380		769,137		774,009	
较年初			2.4%		-1.8%		0.6%	
合同服务边际/ 保险合同负债	18.4%		17.1%		15.8%		14.3%	
同比					-2.5 个 pct.		-2.8 个 pct.	
ROAE(测算)		6.3%	8.6%	8.5%	11.0%	4.3%	7.9%	20.0%

数据来源:公司公告,东吴证券研究所;

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

表3: 沪深 300 指数上涨 20%对 A 股上市险企业绩静态影响测算

单位: 百万元	平安	国寿	太保	新华	人保	合计
资产端影响						
1H24 保险资金可投资资产	5,203,251	6,086,485	2,456,027	1,438,991	1,531,827	16,716,581
合计股票余额占比	6.38%	7.26%	9.01%	10.03%	2.94%	7.08%
其中: 交易性金融资产 FVTPL 股票余额	125,895	407,595	175,270	127,474	26,773	863,007
上涨 20%影响	25,179	81,519	35,054	25,495	5,355	172,601
其中: 其他权益工具 FVOCI 中股票余额	206,035	34,144	45,982	16,824	18,214	321,199
上涨 20%影响	41,207	6,829	9,196	3,365	3,643	64,240
负债端影响						
非寿险业务资产占比	12.0%	0.0%	15.0%	0.0%	60.0%	8.4%
寿险业务可投资资产影响幅度	58,420	88,348	37,613	28,860	3,599	216,839
存量分红险和万能险比例	60%	40%	45%	40%	40%	46%
分红实现率	70%	70%	70%	70%	70%	70%
剔除分红险和万能险负债端影响	-24,536	-24,737	-11,848	-8,081	-1,008	-70,210
非寿险业务可投资资产影响幅度	7,966	0	6,638	0	5,398	20,002
结果分析						
对集团内含价值净影响	41,850	63,610	32,402	20,779	7,990	166,631
1H24 末集团内含价值	1,476,108	1,404,536	568,766	268,368	296,284	4,014,062
对期末内含价值影响	2.84%	4.53%	5.70%	7.74%	2.70%	4.15%
对集团净利润净影响	15,873	58,694	25,668	18,356	4,755	121,435
2023 年末静态归母净利润	87,575	35,541	23,149	9,542	20,503	176,310
对期末净利润影响	47.8%	179.0%	140.0%	217.8%	39.0%	94.5%
对净资产净影响	41,850	63,610	32,402	20,779	7,990	166,631
1H24 末静态净资产	931,208	493,834	267,310	90,025	253,020	2,035,397
对期末归母净资产影响	4.49%	12.88%	12.12%	23.08%	3.16%	8.19%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表4: 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	1,059,673	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	359,692	282,415	308,614
二、营业支出	-801,672	-825,618	-965,716	-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	-68,502	-53,833	-58,827
保险业务手续费及佣金支出	-54,777	-63,092	-105,967	-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	-58,282	-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	93,957	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	93,957	35,676	39,382
减: 所得税费用	9,467	10,755	-6,105	4,602	4,985
五、净利润	33,514	22,633	87,852	40,278	44,367
归属于母公司股东的净利润	32,082	21,110	86,177	38,435	42,340
少数股东损益	1,432	1,523	1,675	1,843	2,027

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>