

2024 年 11 月 04 日

中国人寿 (601628)

—投资驱动利润同比高增，代理人规模拐点进一步夯实

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024 年 11 月 04 日

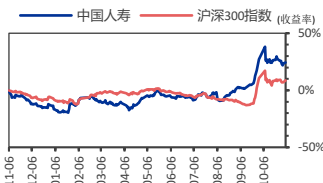
收盘价 (元) 42.84
一年内最高/最低 (元) 48.40/25.09
市净率 2.1
息率 (分红/股价) 1.00
流通 A 股市值 (百万元) 892,080
上证指数/深证成指 3,310.21/10,663.10

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 20.05
资产负债率% 91.09
总股本/流通 A 股(百万) 28,265/20,824
流通 B 股/H 股 (百万) -/7,441

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004

luozh@swsresearch.com

孙冀齐 A0230523110001

sunjq@swsresearch.com

联系人

孙冀齐

(8621)23297818x

sunjq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

低基数+投资表现亮眼，业绩表现大超预期。中国人寿前三季度/Q3 实现归母净利润 1045.23/662.45 亿元，yoy+173.9%/+1767.1%，大幅超出我们的预期。受益于股票市场回暖，公司前三季总投资收益同比大增 152.4%至 2614.19 亿元；其中，前三季度公允价值变动损益 yoy+8008.5%至 1476.55 亿元，为总投资收益高增的核心驱动力。

NBV 增速超预期，代理人规模拐点进一步夯实。前三季度公司 NBV yoy+25.1%，超出我们的预期（我们预计 yoy+18.9%），同比增速较 1H24 水平进一步提升 6.5pct。1-3Q24 公司新单保费增速转正，yoy+0.4%至 1975.09 亿元，同比增速较 1H24 水平提升 6.8pct。受益于低基数及预定利率下降带来的客户需求释放，Q3 单季度新单保费同比大增 46.4%至 372.43 亿元；其中，首年期交保费 yoy+85.5%至 158.90 亿元，十年期及以上首年期交保费 yoy+74.9%至 99.40 亿元。交期结构持续改善，前三季度十年期及以上首年期交保费占新单比重 yoy+3.9pct 至 26.6%。截至 9 月末，公司总销售人力/个险销售人力分别达 69.4/64.1 万人，qoq +1.3%/+1.9%，环比增速较 1H24 水平进一步提升 0.4pct/0.8pct；队伍结构持续优化，绩优人力规模及占比双升，过程指标持续改善，月人均首年期交保费 yoy+17.7%。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。

资产端显著受益于股票市场反弹，FVOCI 权益规模环比提升 134 亿元。截至 9 月末，公司总投资资产规模为 6.36 万亿元，较年初提升 12.3%；前三季度公司实现年化净/总投资收益率（仅对固定到期类资产的利息收入和投资性房地产的租金收入等进行年化）3.26%/5.38%，同比 -0.55pct/+2.57pct，权益市场表现亮眼，FVTPL 资产驱动利润同比高增。截至 9 月末，公司金融资产中分类为 AC/FVOCI/FVTPL 的资产占比分别达 3.5%/61.5%/35.0%，较 6 月末水平分别 -0.9pct/+1.5pct/-0.5pct；其中，FVOCI 权益规模为 1514 亿元，较 6 月末水平提升 9.7%，增幅达 134 亿元。

投资分析意见：维持“买入”评级，上调盈利预测。三季度业绩表现亮眼，新会计准则口径下，我们预计 24-26 年归母净利润分别达 1187/1231/1443 亿元（此前原会计准则下，预测为 287/359/458 亿元）。公司作为寿险“头雁”，有望率先受益于下阶段行业竞争格局加速优化趋势及监管配套支持政策落地。公司持续推进寿险改革，成效有望持续显现，截至 11 月 4 日，股价对应 PEV (24E) 为 0.87x，维持“买入”评级。

风险提示：长端利率下行、权益市场波动、监管政策趋严、新产品销售不及预期。

财务数据及盈利预测

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	388,895	344,272	539,239	501,635	537,855
同比增长率 (%)	-	-11.47	56.63	-6.97	7.22
归母净利润 (百万元)	66,680	46,181	118,690	123,070	144,337
同比增长率 (%)	-	-30.74	157.01	3.69	17.28
每股收益 (元/股)	2.36	1.63	4.2	4.35	5.11
每股内含价值 (元/股)	43.54	44.6	49.19	53.94	58.92
P/E	18.16	26.22	10.2	9.84	8.39
P/EV	0.98	0.96	0.87	0.79	0.73

合并利润表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、营业收入	388,895	344,272	539,239	501,635	537,855
保险服务收入	182,578	212,445	234,200	256,408	285,143
利息收入	不适用	122,994	122,160	131,844	136,118
投资收益	206,301	31,490	98,128	71,251	77,810
公允价值变动损益	-8,751	-32,786	74,021	30,446	26,518
汇兑损益	-69	-380	-304	100	100
其他收益	176	144	151	159	167
其他业务收入	8,660	10,365	10,883	11,427	11,999
二、营业支出	-318,499	-299,333	-398,398	-355,592	-366,623
保险服务费用	-131,614	-150,353	-177,992	-184,614	-202,452
分出保费的分摊	-4,119	-4,726	-5,104	-5,512	-5,953
减：摊回保险服务费用	6,274	4,438	4,793	5,176	5,591
承保财务损益	-148,700	-127,923	-198,281	-148,710	-141,275
减：分出再保险财务损益	583	616	665	719	776
利息支出	不适用	-5,308	-5,414	-5,522	-5,633
手续费及佣金支出	-1,499	-1,731	-1,816	-1,935	-2,152
税金及附加	-1,231	-1,400	-1,470	-1,544	-1,621
业务及管理费	-6,375	-6,307	-6,953	-7,431	-8,264
信用减值损失	不适用	1,217	243	146	88
资产减值损失	-21,396	不适用	不适用	不适用	不适用
其他业务成本	-10,422	-7,856	-7,070	-6,363	-5,727
三、营业利润	70,396	44,939	140,842	146,044	171,233
加：营业外收入	108	94	99	104	109
减：营业外支出	-444	-457	-480	-504	-529
四、利润总额	70,060	44,576	140,460	145,644	170,812
减：所得税费用	-1,948	2,971	-18,260	-18,934	-22,206
五、净利润	68,112	47,547	122,201	126,710	148,607
归属于母公司股东的净利润	66,680	461,81	118,690	123,070	144,337

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。