

中国人寿 (601628)

2024 年年报点评: 投资收益带动净利润高增长, 每股股息提升 51%

买入 (维持)

2025 年 03 月 27 日

证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锐

执业证书: S0600524120004

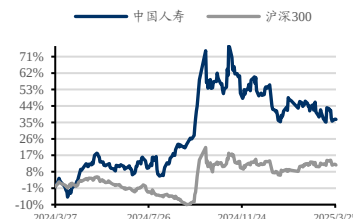
caok@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	344272	528567	543546	581133	621067
同比 (%)	-	53.53%	2.83%	6.92%	6.87%
归母净利润 (百万元)	46181	106935	107463	111978	120522
同比 (%)	-	131.56%	0.49%	4.20%	7.63%
每股 EV (元/股)	44.60	49.57	53.27	57.33	61.68
PEV	0.85	0.76	0.71	0.66	0.61

投资要点

- **【事件】中国人寿发布 2024 年业绩:** 1) 归母净利润 1069 亿元, 可比口径下同比+131.6%; Q4 单季 24 亿元, 同比-77.2%。2) 归母净资产 5097 亿元, 可比口径下较年初+6.8%, 较 Q3 末-10.1%, 我们判断主要是由于利率下行准备金多提的影响。3) 全年每股股息 0.65 元, 同比+51%, 分红率为 17%。AH 股最新股息率分别为 1.7%、4.5%。
- **精算假设调整后 EV 仍取得两位数增长。** 1) 投资回报假设由 4.5%下调至 4%, 传统险风险贴现率维持 8%不变、分红/万能险由 8%下调至 7.2%。2) 假设调整后 EV 为 1.4 万亿元, 较年初增长 11.2%。3) NBV 为 337 亿元, 假设调整导致绝对值减少 26.4%。可比口径下整体 NBV 同比+24.3%, 个险 NBV 同比+18.4%。4) 个险 NBV margin 为 25.7%, 可比口径下同比+3.8pct, 银保渠道非可比口径下同比+13.1pct。我们认为, 随着业务结构持续改善、预定利率再调整, NBV margin 有望继续提升。
- **保费: 业务结构进一步改善, 银保期交下滑而个险稳定增长。** 1) 业务结构持续改善。全年新单保费同比+1.6%, 首年期交保费同比+5.8%; 其中十年及以上期交保费同比+14.3%, 占期交比例同比+3.5pct 至 47.5%。2) 个险业务稳健增长。个险、银保首年期交保费分别同比+9.2%、-9.4%, 个险十年期及以上期交保费同比+14.3%, 占期交比重提升 2.5pct 至 56.4%。我们认为, 银保业务承压主要是“报行合一”下的短期影响。3) 合同服务边际余额为 7425 亿元, 较年初-3.5%。
- **人力: 代理人队伍结构优化, 人均产能继续提升。** 1) 个险人力 2023 年末、2024H1、2024 年末分别为 63.4 万、62.9 万、61.5 万人, 较年初-3.0%, 较年中-2.2%。2) 个险“6+1”关键举措全面推进, 新型营销模式“种子计划”已在 24 个城市启动试点。人力队伍结构优化, 优增新人数量同比+29%, 绩优人力规模和占比逐步提升。人均产能稳步提高, 月人均首年期交保费同比+15%。3) 多元人力: 银保渠道客户经理 1.9 万人, 同比-17%。团险销售人员 3.2 万, 同比-14%, 人均产能同比+8%。
- **投资: 大幅增配债券, 总投资收益率显著提升。** 1) 投资资产规模达 6.6 万亿元, 较年初+22.1%。2) 资产配置上显著增配债券: 定期存款和股票投资占比较年初-0.9cpt、-0.4pct 至 6.6%、7.6%, 债券和基金占比则分别+4.9pct、+0.8pct 升至 59%、4.6%。3) 净、总投资收益率分别 3.5%、5.5%, 非可比口径下同比-0.2pct、+2.9pct。投资收益提升主要是受股市反弹带动, 公允价值变动收益高达 1182 亿元, 占总投资收益的 38%。
- **盈利预测与投资评级:** 我们看好公司作为寿险行业龙头的竞争优势, 预计伴随公司个险营销转型的深入推进, 队伍质态和业绩表现将进一步提升。结合公司 2024 年经营情况, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1075/1120/1205 亿元, 当前市值对应 2025E EPV 0.71x, 仍处低位, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 长端利率趋势性下行; 新单保费增长不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.79
一年最低/最高价	26.50/50.88
市净率(倍)	2.10
流通 A 股市值(百万元)	786,921.20
总市值(百万元)	1,068,123.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.03
资产负债率(%,LF)	92.30
总股本(百万股)	28,264.71
流通 A 股(百万股)	20,823.53

相关研究

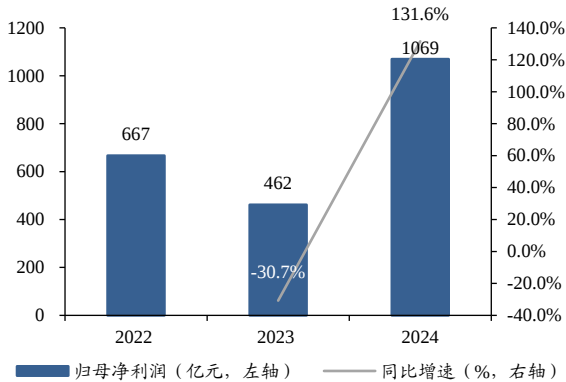
《中国人寿(601628): 2024 年三季度报点评: 净资产较快增长, “种子计划”加速推进》

2024-10-31

《中国人寿(601628): 2024 年前三季度业绩预增公告: 利润大超预期, 适时加仓获成效》

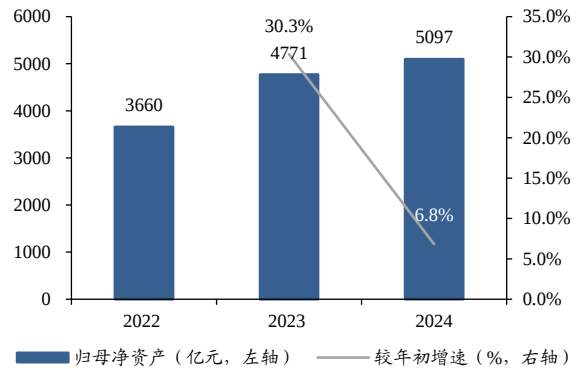
2024-10-17

图1: 中国人寿归母净利润可比口径下同比+131.6%



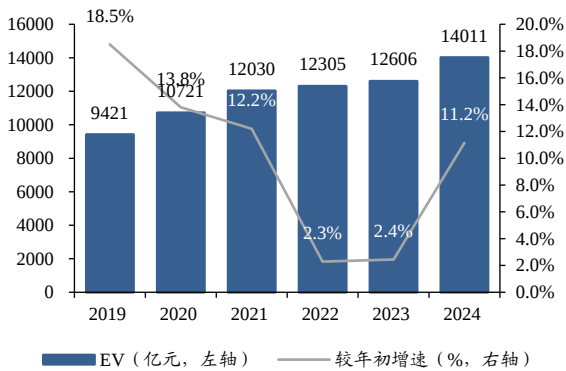
数据来源: 中国人寿 2022-2024 年报, 东吴证券研究所
注: 可比口径指 2023 年数据采用新准则口径

图2: 中国人寿归母净资产可比口径下较年初+6.8%



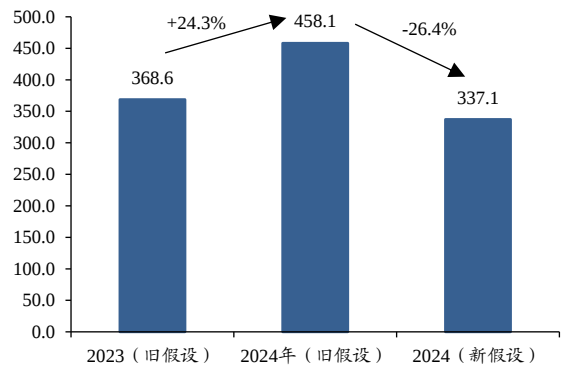
数据来源: 中国人寿 2022-2024 年报, 东吴证券研究所
注: 可比口径指 2023 年数据采用新准则口径

图3: 2024 年中国人寿 EV 较年初+11.2%



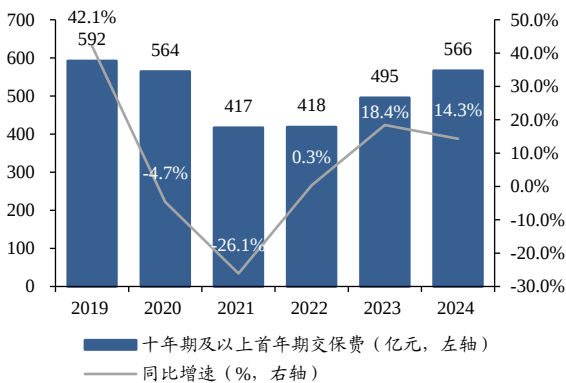
数据来源: 中国人寿 2019-2024 年报, 东吴证券研究所

图4: 2024 年中国人寿 NBV 可比口径下同比+24.3%



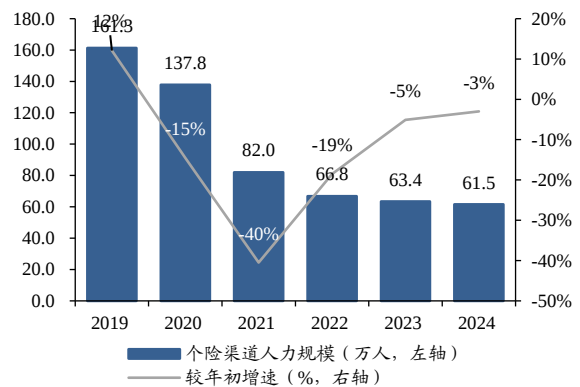
数据来源: 中国人寿 2023-2024 年报, 东吴证券研究所

图5: 2024 年十年期及以上期交保费同比+14.3%



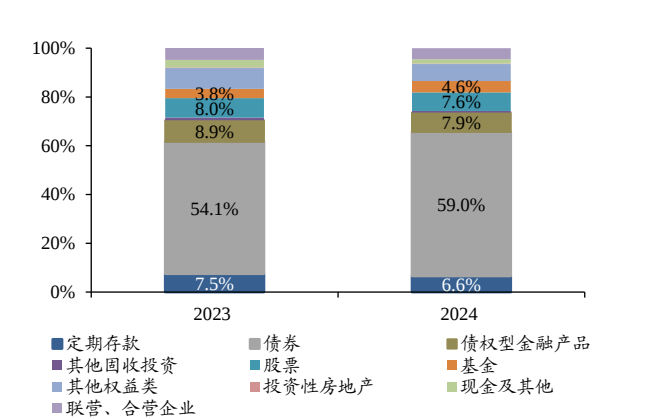
数据来源: 中国人寿 2019-2024 年报, 东吴证券研究所

图6: 2024 年中国人寿个险代理人规模较年初-3%



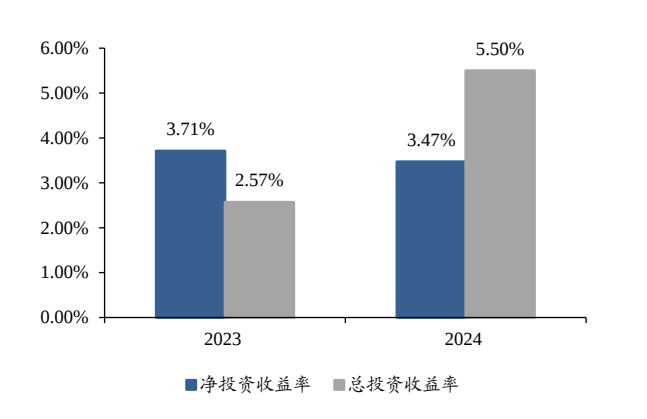
数据来源: 中国人寿 2019-2024 年报, 东吴证券研究所

图7：2024 年中国人寿显著增配债券投资



数据来源：中国人寿 2023-2024 年报，东吴证券研究所

图8：2024 年中国人寿总投资收益率明显提升



数据来源：中国人寿 2023-2024 年报，东吴证券研究所

表1：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称		价格（元）		EV（元）				1YrVNB（元）		
A 股	人民币	2022	2023	2024A/E	2025E	2022	2023	2024A/E	2025E	
中国平安（601318）	51.72	78.18	76.34	78.12	82.73	1.58	1.71	1.57	1.77	
中国人寿（601628）	37.79	43.54	44.60	49.57	53.27	1.27	1.30	1.19	1.30	
新华保险（601336）	50.72	81.93	80.30	85.26	90.55	0.78	0.97	1.71	1.88	
中国太保（601601）	31.76	54.01	55.04	58.42	61.70	0.96	1.14	1.38	1.51	
证券简称		价格		P/EV（倍）				VNBX（倍）		
A 股	人民币	2022	2023	2024A/E	2025E	2022	2023	2024A/E	2025E	
中国平安（601318）	51.72	0.66	0.68	0.66	0.63	-16.72	-14.42	-16.85	-17.51	
中国人寿（601628）	37.79	0.87	0.85	0.76	0.71	-4.51	-5.22	-9.88	-11.95	
新华保险（601336）	50.72	0.62	0.63	0.59	0.56	-40.18	-30.49	-20.20	-21.19	
中国太保（601601）	31.76	0.59	0.58	0.54	0.51	-23.26	-20.42	-19.35	-19.84	
证券简称		价格		EPS（元）				BVPS（元）		
A 股	人民币	2022	2023	2024A/E	2025E	2022	2023	2024A/E	2025E	
中国平安（601318）	51.72	6.10	4.70	6.95	7.42	47.73	49.37	50.99	57.64	
中国人寿（601628）	37.79	2.36	1.63	3.78	3.80	12.95	16.88	18.03	18.59	
新华保险（601336）	50.72	6.89	2.79	8.03	8.64	31.41	33.68	32.40	31.05	
中国太保（601601）	31.76	3.89	2.83	4.67	5.11	20.42	25.94	30.29	34.20	
证券简称		价格		P/E（倍）				P/B（倍）		
A 股	人民币	2022	2023	2024A/E	2025E	2022	2023	2024A/E	2025E	
中国平安（601318）	51.72	8.48	10.99	7.44	6.97	1.08	1.05	1.01	0.90	
中国人寿（601628）	37.79	16.02	23.13	9.99	9.94	2.92	2.24	2.10	2.03	
新华保险（601336）	50.72	7.36	18.18	6.32	5.87	1.61	1.51	1.57	1.63	
中国太保（601601）	31.76	8.17	11.22	6.80	6.22	1.56	1.22	1.05	0.93	

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（基于 2025 年 3 月 26 日收盘价）

中国人寿财务预测表

主要财务指标 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (元)					保险服务收入	208161	212129	223278	235235
每股收益	3.78	3.80	3.96	4.26	利息收入	120958	137540	147994	159833
每股净资产	18.03	18.59	19.14	19.80	投资收益	70378	80660	88226	95284
每股内含价值	49.57	53.27	57.33	61.68	公允价值变动损益	118160	102089	110285	119137
每股新业务价值	1.19	1.30	1.42	1.52	其他收入	10910	11128	11351	11578
价值评估 (倍)					营业收入	528567	543546	581133	621067
P/E	9.99	9.94	9.54	8.86	保险服务费用	180544	183897	193140	203048
P/B	2.10	2.03	1.97	1.91	分出保费的分摊	5071	5168	5439	5731
P/EV	0.76	0.71	0.66	0.61	承保财务损益	209952	220450	242495	261894
VNBX	31.69	29.18	26.53	24.92	其他支出	17400	18290	19433	20638
盈利能力指标 (%)					营业支出	412967	427804	460507	491310
净投资收益率	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%	税前利润	115600	115742	120626	129757
总投资收益率	5.5%	4.7%	4.7%	4.7%	所得税	-6273	-5767	-6010	-6465
净资产收益率	21.0%	20.5%	20.7%	21.5%	净利润	108940	109569	114189	122844
总资产收益率	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	归属于母公司股东的净利润	106935	107463	111978	120522
财险综合成本率	-	-	-	-	少数股东损益	2005	2105	2211	2321
财险赔付率	-	-	-	-					
财险费用率	-	-	-	-					
盈利增长 (%)					资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润增长率	131.6%	0.5%	4.2%	7.6%	现金及存款投资	524974	566972	612330	661316
内含价值增长率	11.2%	7.5%	7.6%	7.6%	交易性金融资产	1908098	2060746	2225606	2403654
新业务价值增长率	-8.5%	8.6%	10.0%	6.5%	债权投资	196754	212494	229494	247853
偿付能力充足率 (%)					其他债权投资	3458895	3735607	4034455	4357212
偿付能力充足率 (集团)	153%	155%	156%	158%	其他权益工具投资	171817	185562	200407	216440
偿付能力充足率 (寿险)	208%	209%	211%	212%	长期股权投资	302077	326243	352343	380530
偿付能力充足率 (产险)					其他资产	206931	218762	231303	244599
内含价值 (百万元)					资产总计	6769546	7306386	7885937	8511604
调整后净资产	709548	745025	782277	821391	保险合同负债	5825026	6292816	6607830	6938221
有效业务价值	691597	760682	838112	921953	卖出回购金融资产款	151564	164204	177877	192599
内含价值	1401145	1505708	1620388	1743343	应付债券	35194	38129	41304	44723
一年新业务价值	33709	36608	40253	42865	其他负债	236514	274255	506057	764449
核心内含价值回报率 (%)	9.46%	9.53%	9.58%	9.55%	负债总计	6248298	6769405	7333068	7939992
寿险新业务保费 (百万元)					实收资本	28265	28265	28265	28265
趸缴新单保费	-	-	-	-	归属于母公司股东权益	509674	525321	541117	559764
期缴新单保费	-	-	-	-	少数股东权益	11573	11660	11752	11848
新业务合计	214172	220213	236699	249552	负债和所有者权益合计	6769545	7306386	7885937	8511604
新业务保费增长率 (%)	1.59%	2.82%	7.49%	5.43%					

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>