

中国人寿（601628.SH）

投资弹性驱动业绩高增长

优于大市

核心观点

2024 年公司归母净利润同比增长 131.6%。受益于投资端弹性释放及公司转型战略成果的持续优化，公司 2024 年实现营业收入 5285.67 亿元，同比大幅增长 30.5%；实现营业利润 1156 亿元，同比增长 120.8%。2024 年，监管持续引导行业产品结构调整及负债成本下调，公司不断加大业务期交及分红险保费收入占比，持续推动产品长期化。截至 2024 年末，公司实现总保费收入 5290.33 亿元，同比增长 5.5%。其中，十年期及以上首年期交保费同比增长 14.3%，业务长期价值率持续提升，带动公司整体 NBV 及内含价值分别同比增长 24.3%及 11.2%。

销售渠道质态优化，人均产能再创新高。公司个险渠道持续推进代理人“三化”转型措施及营销体系改革，聚焦优增优育及产能提升。截至 2024 年末，个险渠道实现十年期及以上首年期交保费 1002.48 亿元，同比增长 14.3%，渠道 NBV 基于 2023 年经济假设同比增长 18.4%。个险月人均首年期交保费同比上升 15.0%。此外，个险新营销模式“种子计划”试点城市扩展至 24 个城市，转型成果取得初步成效。银保渠道方面，公司持续加强佣金费用管控，渠道 NBV Margin 同比提高 13.1pt。

审慎调降风险贴现率及投资回报率假设，提高 EV 真实性。考虑到长端利率下行及资本市场震荡等因素影响，公司审慎下调投资回报率假设至 4.0%（去年为 4.5%）。此外，公司同时下调风险贴现率至 8%及 7.2%（分别对应传统险、分红与万能险等非传统险）。随着公司资产负债管理水平的不断提升，以及保险行业需求的演进，风险贴现率有一定的下调空间，从而缓解下调投资收益率导致的 EV 及 NBV 的波动，提升估值水平的真实度与可信度。

资本市场反弹带动资产收益大幅改善。公司持续优化资产配置结构，加强长债及优质高分红类资产配置比例。截至四季度末，债券配置占比同比提高 4.93pt。随着 2024 年三季度股票市场的反弹，公司总投资收益大幅提升。2024 年，公司实现投资收益 3082.51 亿元，同比大幅增长 150.4%，对应总投资收益率 5.50%。此外，公司公允价值变动损益达 1181.60 亿元，对营收及利润贡献大幅提高。

投资建议：作为我国人身险行业龙头，中国人寿不断推进负债端一系列转型措施，叠加资产端核心指标的持续修复，我们上调公司 2025 年及 2026 盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025 至 2027 年公司 EPS 为 3.83/3.88/3.94 元/股（2025 及 2026 年原为 1.93 及 2.30 元/股），当前股价对应 P/EV 为 0.71/0.66/0.64x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；长端利率下行；资产收益下行等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	837,859	528,567	548,924	573,278	605,550
(+/-%)	1.43%	-36.91%	3.85%	4.44%	5.63%
归母净利润(百万元)	21,110	106,935	108,194	109,646	111,266
(+/-%)	-34.20%	406.56%	1.18%	1.34%	1.48%
摊薄每股收益(元)	0.75	3.78	3.83	3.88	3.94
每股内含价值	44.60	49.57	53.01	57.28	62.51
(+/-%)	2.44%	11.15%	6.93%	8.07%	9.13%
PEV	0.85	0.76	0.71	0.66	0.60

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	37.79 元
总市值/流通市值	1068123/1068123 百万元
52 周最高价/最低价	50.88/26.50 元
近 3 个月日均成交额	530.73 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）-资产持续重估，利润历史新高》——2024-10-31
- 《中国人寿（601628.SH）-龙头优势保持，价值指标提升》——2024-08-30
- 《中国人寿（601628.SH）-利润降幅收窄，营销改革深化》——2024-04-27
- 《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

2023 年，保险行业新会计准则实施加大公司利润表波动，叠加 2024 年三季度资本市场出现大幅反弹，公司营收及利润实现高增。公司 2024 年实现营业收入 5285.67 亿元，同比大幅增长 30.5%；实现营业利润 1156 亿元，同比增长 120.8%。新金融工具准则调整对险企利润表波动的影响主要体现在以下两方面：**第一**，大量权益资产被指定为 FVTPL 计量，直接加大利润表波动。按照新金融工具准则规定，权益资产被指定为 FVOCI 后，该决策不可撤销，只有分红可计入损益，处置时买卖价差不得计入损益，只能计入留存收益，因此保险公司将大量权益资产归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。**第二**，利润表中与投资收益核算有关的科目发生变化。旧准则下与投资收益核算相关的主要科目是投资收益、公允价值变动损益和资产减值损失；新准则下的主要相关科目是利息收入、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失，具体计算公式及计算过程请参考上表。其中，“利息收入”反映新金融工具准则下对分类为以摊余成本计量的金融资产和分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产按照实际利率法计算的利息收入。综上，投资端业绩弹性直接驱动公司业务的高增长。我们基于公司 2023 年及 2024 年业绩表现，对 2025 年至 2027 年盈利能力进行预测，其中核心假设如下：

1. 保险服务收入：考虑到当前行业负债端仍处于产品结构化转型的关键时期，叠加严监管态势，我们预计公司 2025 年至 2027 年保险服务收入增速分别为 5%/6%/8%。

2. 公允价值变动收益：2024 年，受资本市场反弹及长债利率持续走低等因素影响，公司公允价值变动收益大幅提升。后续公司投资收益及公允价值变动收益仍与资本市场表现相关。考虑到 2024 年高基数，我们预计公司 2025 年至 2027 年公允价值变动收益同比变动分别为-2%/-1%/+1%。

3. 保险服务费用：随着公司负债端业务规模的持续扩大，预计保险服务费用降同比持续提升。我们预计公司 2025 年至 2027 年保险服务费用同比增速分别为+9%/+8%/+14%。

表1：中国人寿利润核心科目及预测（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	837859	528567	548924	573278	605550
保险服务收入	不适用	208161	218569	231145	248505
利息收入	不适用	120958	127006	133356	140024
投资净收益	190627	70378	77416	83609	90298
公允价值变动净收益	4169	118160	115797	114639	115785
营业支出	825618	412967	431740	454301	484595
保险服务费用	不适用	180544	188534	198777	211580
承保财物损失	不适用	209952	219400	230370	246496
营业利润	12241	115600	117185	118978	120955
净利润	22633	108940	110199	111651	113271
归母净利润	21110	106935	108194	109646	111266

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	149,566	86,519	89,115	91,788	94,542	保险服务收入	不适用	208,161	218,569	231,145	248,505
金融投资	4,223,367	5,735,564	6,152,811	6,599,120	7,078,434	利息收入	不适用	120,958	125,796	132,086	138,690
使用权资产	1,480	1,557	1,573	1,588	1,604	投资净收益	190,627	70,378	77,416	83,609	90,298
买入返售金融资产	17,487	30,560	32,088	33,692	35,377	公允价值变动净收益	4,169	118,160	115,797	114,639	115,785
分出再保险合同资产	不适用	30,738	32,890	35,192	37,655	汇兑净收益	-381	-25	-24	-24	-23
交易性金融资产	253,879	1,908,098	2,022,584	2,143,939	2,272,575	其他收益	144	143	150	158	166
长期股权投资	257,606	302,077	314,160	326,726	339,796	其他业务收入	11,086	10,704	11,132	11,577	12,041
投资性房地产	12,753	12,319	12,196	12,074	11,953	营业收入合计	837,859	528,567	548,924	573,278	605,550
无形资产	8,369	8,262	8,179	8,098	8,017	保险服务费用	不适用	180,544	188,534	198,777	211,580
其他资产	13,909	23,214	24,143	25,108	26,113	分出保费的分摊	不适用	5,071	5,325	5,591	5,870
资产总计	5,888,479	6,769,546	7,185,048	7,661,385	8,171,994	承保财务损失	不适用	209,952	219,400	230,370	246,496
短期借款	0	0	0	0	0	税金及附加	1,417	1,430	1,487	1,547	1,609
交易性金融负债	5,469	-	-	-	-	营业支出合计	825,618	412,967	431,740	454,301	484,595
卖出回购金融资产款	216,704	28,760	31,061	33,546	36,229	营业利润	12,241	115,600	117,185	118,978	120,955
合同负债	-	5,825,026	6,291,028	6,794,310	7,337,855	净利润	22,633	108,940	110,199	111,651	113,271
长期借款	12,719	12,693	13,201	13,729	14,278	归属于母公司净利润	21,110	106,935	108,194	109,646	111,266
预收保费	49818	28760	29910	31107	32351						
租赁负债	1,255	1,318	1,371	1,426	1,483						
其他负债	116,813	127,651	134,034	140,735	147,772						
负债合计	5,418,437	6,248,298	6,548,632	7,063,388	7,619,031						
总权益	470,042	521,248	662,810	625,447	581,511						
关键财务与估值指标											
	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
每股收益	0.75	3.78	3.83	3.88	3.94						
每股净资产	16.63	18.44	22.52	21.16	19.56						
每股集团新业务价值	1.30	1.19	1.29	1.39	1.50						
P/E	50.39	9.99	9.87	9.74	9.60						
P/B	2.27	2.05	1.68	1.79	1.93						
P/EV	0.85	0.76	0.71	0.66	0.60						
集团内含价值增长	2%	11%	7%	8%	9%						
新业务价值	36860	33709	36406	39318	42464						
新业务价值同比	2%	-9%	8%	8%	8%						

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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