

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国人寿 (601628. SH)

投资评级 增持

上次评级 增持

王舫朝 非银金融行业首席分析师
执业编号: S1500519120002
联系电话: (010) 83326877
邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

业绩表现彰显韧性实力, “八大工程” 推动迈向新征程

2023 年 3 月 30 日

事件: 中国人寿公布 2022 年年报, 2022 年实现营业收入 8260.55 亿元, 同比-3.8%; 实现归母净利润 320.82 亿元, 同比-36.8%。加权平均净资产收益率 7.01%, 同比-3.91 pct。

点评:

- **规模价值保持市场领先, 核心指标保持稳健。** 2022 年公司实现保费收入 **6151.90 亿元, 居行业首位**; 新单保费收入 1847.67 亿元, 同比+5.1%; 十年期以上首年期交保费 418.21 亿人民币, 同比+0.3%。公司在保费收入领先同业的同时, 负债端业务结构不断优化。公司一年新业务价值为 360.04 亿元, 内含价值达 12305.19 亿元, **较 2021 年底增长 2.3%, 公司业务价值继续领先同业**; 公司 2022 年退保率为 0.95%, 同比下降 0.25 个百分点。整体来看, 公司 2022 年高质量发展得以彰显, 在行业整体仍处于深度调整和转型的过程中, 公司整体业绩彰显发展韧性, 整体经营稳中向好, 业务规模和价值持续引领行业。
- **改革成效逐步显现, “八大工程” 战略有望提升发展动能。** 1) 公司通过持续推进“销售体系建设”, 实现销售队伍优增优育, 队伍结构和质态不断优化, **公司人均期交产能大幅提升**; 公司产品创新和供给能力不断增强, 运营服务创新和集约运营助力服务体验提升, 数字化转型迈上新台阶, 数据管理能力行业领先。2) 公司自 2022 年年底以来, **启动布局新经营策略——“八大工程”**, 聚焦党建引领、机制优化、营销改革、资源整合、管理创新、生态驱动等方面的创新和突破, “八大工程” 有望全面升级公司发展动能, 加快质量变革、效率变革和动力变革。
- **人力规模逐步企稳, 队伍质态和产能不断提升。** 截止 2022 年末, 公司总销售人力 72.9 万人, 其中个险销售人力 72 万人, 整体来看队伍人力下降放缓, 销售队伍人力逐渐企稳。公司坚持“稳中固量、稳中求效” 的队伍发展策略, 队伍质态和产能不断提升, **其中 2022 年月人均首年期交保费同比提升 51.7%**。公司积极推广“众鑫计划” 专项提优提质项目, 加快队伍的专业化、职业化转型进程, 截止 2022 年末, 公司个险销售人力为 66.8 万人, 其中, 营销队伍规模为 43.0 万人, 收展队伍规模为 23.8 万人; 绩优人群占比保持稳定。
- **权益市场波动影响总投资收益表现。** 2022 年公司总投资收益率 3.94%, 净投资收益率 4.00%, 分别同比-1.04pct 和-0.38pct, 净投资收益同比增长 0.8%。2022 年公司总投资收益 1877.51 亿元, 同比下降 12.3%。公司整体资产配置稳健, 在信用违约事件频发的市场环境下, 公司 2022 年未发生信用违约事件。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为公司 2022 年业绩表现整体符合预期,

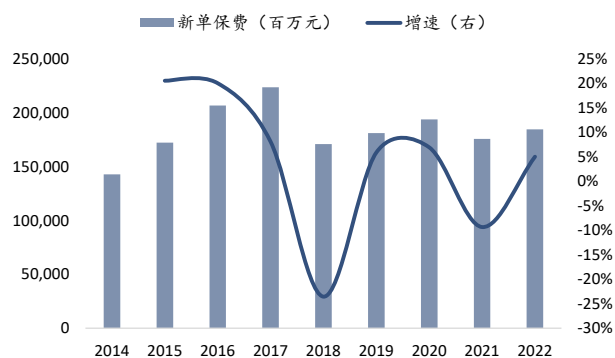
规模和价值指标领先同业，渠道改革继续推动队伍职业化、专业化转型，负债端或有望进一步企稳，投资端有望继续稳健表现。公司已正式启动“八大工程”战略，继续深入实施基础再造和难点攻关，有望推动形成新的高质量发展增长点。我们预计 2023-2025E PEV 估值分别为 0.71x/0.65x/0.59x，维持“增持”评级。

- **风险因素：**受疫情影响代理人展业恢复进度不及预期；代理人队伍增员困难和产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降； 750 天均线下移带来准备金计提增加。

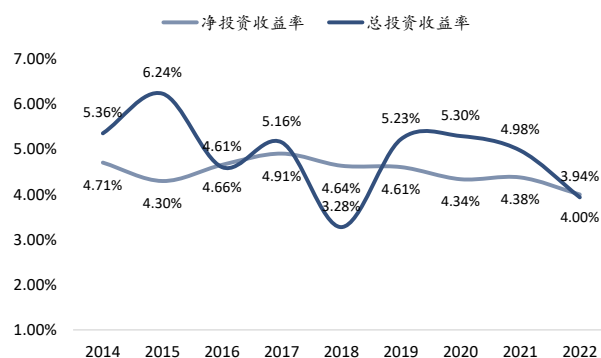
重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	858,508	826,055	888,684	938,272	1,004,598
增长率 YoY %	4.06%	-3.78%	7.58%	5.58%	7.07%
归属母公司净利润 (百万元)	50,766	32,082	50,092	57,246	59,039
增长率 YoY%	0.81%	-36.80%	56.14%	14.28%	3.13%
NBV margin%	30.10%	28.00%	30.00%	32.00%	32.00%
净资产收益率 ROE%	10.59%	7.36%	10.30%	10.53%	9.80%
EPS(摊薄)(元)	1.80	1.14	1.77	2.03	2.09
市盈率 P/E(倍)	18.94	29.96	19.19	16.79	16.28
市净率 P/B(倍)	2.01	2.20	1.98	1.77	1.60

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

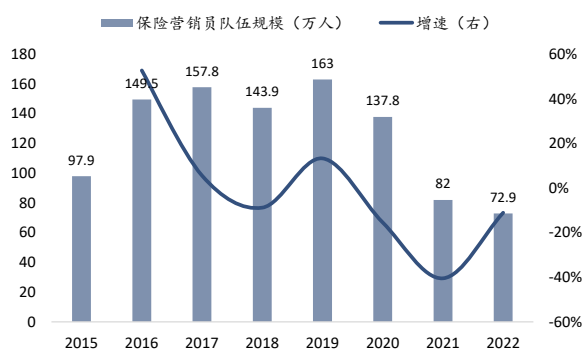
注：股价为 2023 年 3 月 29 日收盘价

图 1：新单保费（百万元）及增速


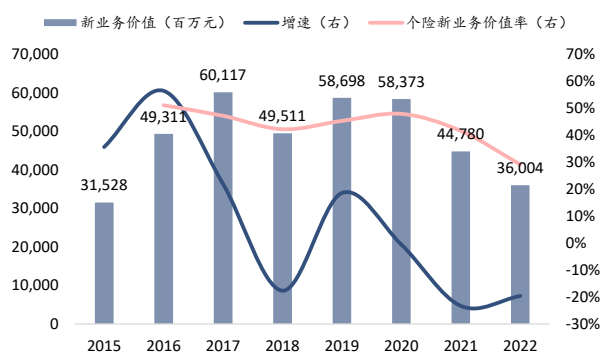
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2：投资收益率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3：代理人数量（万人）及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4：新业务价值（百万元）及新业务价值率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

损益表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	858,508	826,055	888,684	938,272	1,004,598
已赚保费	611,251	607,825	610,156	645,257	690,762
保费业务收入	618,327	615,190	615,698	651,117	697,035
投资净收益	241,814	217,775	269,292	283,248	303,380
其他业务收入	9,645	8,977	9,235	9,767	10,456
营业支出	807,682	801,672	834,509	876,377	940,736
退保金	41,580	37,122	38,802	42,492	46,267
赔款支出	136,502	140,683	186,248	203,960	222,081
提取保险责任准备金	447,296	461,204	408,268	416,932	445,104
营业税金及附加	1,381	1,261	1,231	1,302	1,394
手续费及佣金支出	65,744	54,777	80,041	84,645	90,615
业务及管理费用	43,026	42,213	40,020	42,323	45,307
其他业务支出	30,363	30,387	19,702	20,836	22,305
营业利润	50,826	24,383	54,175	61,895	63,862
其他	-486	-336	-370	-407	-447
利润总额	50,340	24,047	53,805	61,488	63,415
所得税	-1,917	-9,467	2,690	3,074	3,171
净利润	52,257	33,514	51,115	58,414	60,244
少数股东权益	1,491	1,432	1,022	1,168	1,205

每股指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益 (元)	1.80	1.14	1.77	2.03	2.09
每股净资产 (元)	16.96	15.43	17.20	19.23	21.32
每股内含价值 (元)	42.56	43.54	47.71	52.55	57.66
每股新业务价值 (元)	1.77	1.59	1.85	2.16	2.36
内含价值 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
调整后净资产	674,317	682,694	604,792	675,547	748,565
有效业务价值	528,691	547,825	743,604	809,670	881,240
内含价值	1,203,008	1,230,519	1,348,396	1,485,217	1,629,804
一年新业务价值	49,967	45,004	52,399	60,954	66,675
ROEV (%)	13.2%	12.2%	12.8%	13.0%	13.0%
收入/支出增长率 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
已赚保费收入增长	1.0%	-0.5%	0.1%	5.8%	7.1%
投资收益增长	16.5%	-9.9%	23.7%	5.2%	7.1%
营业收入增长	4.1%	-3.8%	7.6%	5.6%	7.1%
退保金增长	25.0%	-10.7%	4.5%	9.5%	8.9%
佣金及手续费增长	-22.1%	-16.7%	46.1%	5.8%	7.1%

归属母 公司净 利润	50,766	32,082	50,092	57,246	59,039
基 本 EPS	1.80	1.14	1.77	2.03	2.09
(rmb)					
资 产 负 债 表					
	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	4,892,480	5,251,984	5,759,930	6,285,632	6,852,151
投资资 产	4,716,829	4,716,829	5,447,075	5,834,229	6,248,686
非投资 资产	175,651	535,155	312,855	451,403	603,464
总负债	4,405,346	4,806,863	5,264,000	5,731,684	6,238,328
准备金 负债	3,419,899	3,880,160	4,249,167	4,626,687	5,035,656
保户储 金及投 资款	313,585	374,742	410,380	446,841	486,339
其他负 债	546,913	455,279	498,576	542,873	590,859
所有者 权益	479,285	436,169	486,261	543,507	602,546
股本	28,265	28,265	28,265	28,265	28,265
资本公 积	55,004	53,554	53,554	53,554	53,554
盈余公 积	63,536	68,029	75,161	86,027	96,132
一般风 险准备	48,320	52,429	57,438	63,163	69,067
未分配 利润	201,265	201,688	241,762	287,558	334,790
负债及 股东权 益	4,892,704	5,251,984	5,759,930	6,285,632	6,852,151
少数股 东权益	8,073	8,952	9,668	10,442	11,277

当期成本率 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
--------------	-------	-------	-------	-------	-------

佣金率	10.8%	9.0%	13.1%	13.1%	13.1%
-----	-------	------	-------	-------	-------

行政费用率	7.0%	6.9%	6.6%	6.6%	6.6%
-------	------	------	------	------	------

赔付率	22.3%	23.1%	30.5%	31.6%	32.2%
-----	-------	-------	-------	-------	-------

退保率	6.8%	6.1%	6.4%	6.6%	6.7%
-----	------	------	------	------	------

准备金提转 差	73.2%	75.9%	66.9%	64.6%	64.4%
------------	-------	-------	-------	-------	-------

当期综合成 本率	120.1%	121.1%	123.5%	122.5%	123.0%
-------------	--------	--------	--------	--------	--------

资产/负债增 长率 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
------------------	-------	-------	-------	-------	-------

总资产增长 率	15.1%	7.3%	9.7%	9.1%	9.0%
------------	-------	------	------	------	------

投资资产增 长率	15.1%	0.0%	15.5%	7.1%	7.1%
-------------	-------	------	-------	------	------

总负债增长 率	16.1%	9.1%	9.5%	8.9%	8.8%
------------	-------	------	------	------	------

寿险准备金 增长率	15.0%	13.5%	9.5%	8.9%	8.8%
--------------	-------	-------	------	------	------

股东权益增 长	6.5%	-9.0%	11.5%	11.8%	10.9%
------------	------	-------	-------	-------	-------

估值分析	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
------	-------	-------	-------	-------	-------

PE	18.94	29.96	19.19	16.79	16.28
----	-------	-------	-------	-------	-------

PB	2.01	2.20	1.98	1.77	1.60
----	------	------	------	------	------

PEV	0.80	0.78	0.71	0.65	0.59
-----	------	------	------	------	------

隐含新业务 倍数	-6.03	-5.98	-7.39	-8.60	-10.03
-------------	-------	-------	-------	-------	--------

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯峰，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。