

寿险行业龙头，负债端量稳质提

中国人寿(601628)

重点事件

中国人寿披露 2023 年一季报，实现归母净利润 178.85 亿元，同比增加 18%；新业务价值同比增长 7.7%；新单保费同比增长 16.6%，其中首年期交同比增加 9.4%，十年期及以上首年期交同比增长 5.1%，占首年期交保费的 28.1%。渠道人力量持续量稳质升，截至 2023Q1 末个险人力较年初下滑 0.9%，月人均首年期交保费同比增长 28.8%。

主要观点

► 中国寿险龙头，市场地位稳固

公司人身险保费市占率优势显著。据我们测算，过往 10 年，公司人身险保费市占率始终位于行业首位，市场地位稳定。人身险保费增速逐步回暖，2012-2014 年间由于公司结构调整、银保渠道新规等影响，公司保费年增速在 1.4% 左右；2015-2017 年间公司保费增速逐渐恢复至两位数水平，此后受行业监管趋严、疫情爆发等影响，保费增速显著放缓。2023 年一季度公司保费收入 3272.21 亿元，同比增长 3.9%，实现正增长。公司 NBV 居于行业首位，2020 年公司新业务价值实现 583.73 亿元，并且在全行业 NBV 规模下滑的情况下，超越中国平安成为行业第一并保持地位。2018-2022 年公司内含价值复合增速引领行业，我们认为公司内含价值的较优表现主要由新业务贡献。

► 负债端：看好代理人队伍持续量稳质提

产品方面，公司保险产品以寿险为主，在总保费规模、新单规模中均居于公司主力产品。同时公司健康险业务保费收入也在逐年提升，2018-2022 年公司寿险、健康险、意外险保费收入年复合增速分别为 2.6%/8.4%/-0.8%。渠道方面，新单中期交占比六成左右，近年有所下滑，自 2021 年开始保费增速由负转正。新单期交十年期及以上占比超 4 成，2019-2021 年公司十年期及以上保费收入逐年下降，2022 年保费有所上升，同比增加 0.3%，我们预计伴随经济复苏，保障型业务需求增加，公司十年期及以上保费有望迎来持续好转。渠道方面，个险渠道处于主导地位，贡献主要的总保费收入和新单保费收入。银保渠道实现保费规模、新业务价值及价值率齐升，主要系公司代理人队伍坚定高质量发展，持续实现量稳质升。

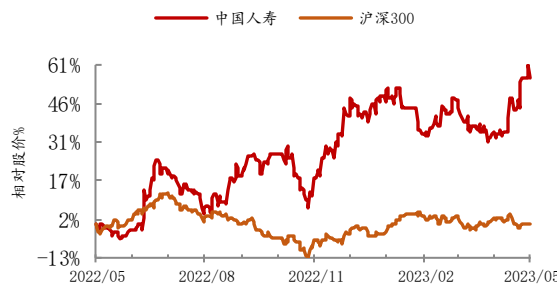
► 资产端：投资风格稳健，权益占比有待提升

中国人寿的投资规模居于行业前列，且持续增长，2010-2022 年年复合增速高达 11.7%。公司践行稳健的投资理念，多措并举稳定投资收益，在持续做好市场动态研判的基础上，稳步推进传统固收品种配置安排，稳定票息收益水平和资产久期；积极把握权益市场调整过程中的长期配置机遇，推动权益

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：46.3
最新收盘价：38

股票代码：601628 601628
52 周最高价/最低价：40.47/23.92
总市值(亿) 10,740.59
自由流通市值(亿) 7,912.94
自由流通股数(百万) 20,823.53



分析师：罗惠洲
邮箱：luohz@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520070004

分析师：魏涛
邮箱：weitao@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070003

*实习生周玉婷为本报告重大贡献者

相关研究

1. 2023.4.24 《3月保险数据点评：寿险增速势头良好，财险高景气延续》

类资产配置比例向中长期配置中枢靠拢。2018-2022年中国人寿固收类投资资产占比稳定在73%-79%之间，权益类投资资产占比在13%-18%之间且有所上升。从横向对比来看，2022年公司固收类投资资产占比为73.7%，处于行业上游水平。公司权益类投资资产占比17.6%，位于行业中下水平，但2018年起呈现波动上升趋势。其中公司股票+基金投资资产2022年占比11.4%，处于行业中下游，仍有较大提升空间。

投资建议

我们预计2023-2025年中国人寿营业收入分别为9050/9542/10036亿元，同比增速分别为9.6%/5.4%/5.2%；对应归母净利润分别为445/568/688亿元，同比增速为38.7%/27.6%/21.1%；EVPS为46.3/49.1/52.2元，对应2023年5月10日收盘价38元的PEV分别为0.82/0.77/0.73倍。参考同行业可比估值，基于公司寿险产品和代理人能效在行业的竞争优势，叠加资本市场改善预期，我们给予中国人寿2023年1倍PEV估值，对应目标价46.3元，较2023年5月10日收盘价38元有22%的增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

疫情后经济复苏不及预期；寿险改革效果不及预期；权益市场大幅波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	8,585	8,261	9,050	9,542	10,036
YoY (%)	4.07	-3.78	9.56	5.44	5.17
归母净利润 (亿元)	509	321	445	568	688
YoY (%)	1.30	-37.00	38.69	27.64	21.08
每股收益 (元)	1.80	1.14	1.57	2.01	2.43
市盈率	21.09	33.48	24.14	18.91	15.62
PEV	0.89	0.87	0.82	0.77	0.73

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 中国寿险龙头	5
1.1. 见证中国保险历史的寿险大央企	5
1.2. 公司在寿险市场地位稳固	7
2. 负债端：看好公司代理人队伍持续量稳质提	9
2.1. 产品以寿险为主，健康险稳步提升	9
2.2. 期交占比近六成，长期期交有待提升	10
2.3. 个险渠道地位主导，银保渠道价值与规模齐升	11
2.4. 加大健康养老业务布局	12
3. 投资风格稳健，收益率波动小	13
3.1. 投资资产持续扩张，固收占比较高	14
3.2. 投资收益率波动小较小	15
4. 盈利预测和估值	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值	17
5. 风险提示	17

图表目录

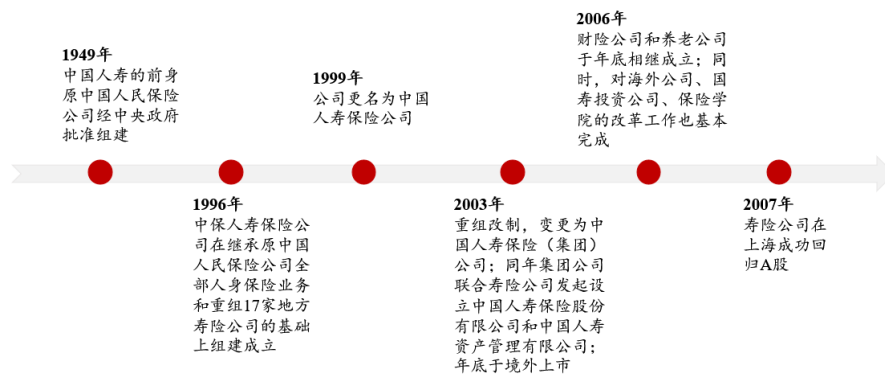
图 1	中国人寿发展历程.....	5
图 2	中国人寿股权结构 (2022 年报)	6
图 3	中国人寿总保费收入及增速.....	7
图 4	各上市险企保费市占率.....	7
图 5	各上市险企营收规模 (亿元)	7
图 6	各上市险企营收增速.....	7
图 7	各上市险企归母净利润规模 (亿元)	8
图 8	各上市险企归母净利润增速.....	8
图 9	各上市险企 NBV (亿元)	8
图 10	各上市险企新业务价值率.....	8
图 11	各上市险企 EV (亿元)	8
图 12	各上市险企 EV 增速.....	8
图 13	中国人寿各分项业务保费收入及同比增速.....	9
图 14	中国人寿各分项业务保费收入占比.....	9
图 15	中国人寿各分项业务新单保费收入.....	9
图 16	中国人寿各分项业务新单保费收入占比.....	9
图 17	公司首年期交保费收入及增速.....	10
图 18	公司首年期交和首年趸交保费占比.....	10
图 19	公司十年期及以上保费收入及增速.....	11
图 20	公司十年期及以上首年期交保费占比.....	11
图 21	中国人寿各渠道保费收入 (亿元) 及增速.....	11
图 22	中国人寿新单保费结构 (按渠道)	11
图 23	中国人寿新业务价值构成.....	12
图 24	中国人寿各渠道新业务价值率 (按首年保费)	12
图 25	中国人寿人均产能.....	12
图 26	各渠道人力及人均产能情况 (万人, 万元)	12
图 27	2014-2024 年中国大健康产业整体营收及预测.....	13
图 28	中国人寿投资资产规模及增速.....	14
图 29	上市险企投资资产规模对比 (亿元)	14
图 30	中国人寿投资资产按对象分类 (年报口径)	15
图 31	上市险企固收类资产占比.....	15
图 32	上市险企权益类资产占比.....	15
图 33	上市险企股基资产占比情况.....	15
图 34	中国人寿净投资收益率波动性小于总投资收益率.....	16
图 35	上市险企总投资收益率.....	16
图 36	上市险企净投资收益率.....	16
表 1	中国人寿核心管理团队.....	6
表 2	截至 2022 年末保费收入前 5 位的保险产品情况.....	10
表 3	中国人寿养老社区全国布局.....	13
表 4	中国人寿盈利、核心指标预测.....	17
表 5	可比公司估值.....	17

1. 中国寿险龙头

1.1. 见证中国保险历史的寿险大央企

见证新中国保险业风雨征程的寿险龙头。中国人寿的前身原中国人民保险公司于1949年10月经中央政府批准组建，肩负中国保险业探索者和开拓者的重任，是国内最早经营保险业务的企业之一。1996年，根据中国第一部《保险法》关于财产保险和人身保险分业经营的要求，中保人寿保险公司在继承原中国人民保险公司全部人身保险业务和重组17家地方寿险公司的基础上组建成立，进入了专业化经营时代。1999年公司更名为中国人寿保险公司。2003年，经国务院和中国保险监督管理委员会批准，原中国人寿保险公司进行重组改制，变更为中国人寿保险（集团）公司，适应金融综合经营的发展趋势，开启了集团化发展征程；同年集团公司联合寿险公司发起设立了中国人寿保险股份有限公司和中国人寿资产管理有限公司；年底公司于境外上市。2006年公司新一届领导班子研究制定了“主业特强、适度多元”的集团化发展战略，财险公司和养老公司于年底相继成立；同时，对海外公司、国寿投资公司、保险学院的改革工作也基本完成，一个集寿险、财险、企业年金、资产管理、实业投资、保险教育等业务于一体的中国最大保险集团初具规模。2007年，寿险公司在上海成功回归A股。自此，中国人寿成为中国首家在境内外三地上市的金融保险企业。通过长期持续的品牌建设，公司品牌价值和品牌影响力不断提升，2022年荣获“《财富》中国500强第9位”、“2022年度亚洲最佳寿险公司”等荣誉称号。

图1 中国人寿发展历程

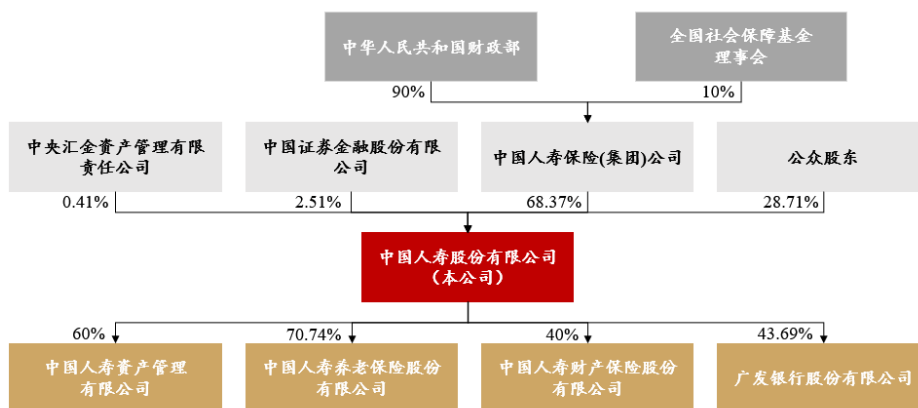


资料来源：中国人寿官网，中民，华西证券研究所

背靠财政部，股权较为集中。截至2023年一季度末，中国人寿股份有限公司（本公司，后统一称“中国人寿”）控股股东中国人寿保险（集团）公司（后文统一称为“中国人寿集团”）持有公司68.37%的股份，背后实控人系中华人民共和国财政部，其通过中国人寿集团实际持有中国人寿61.53%。公司第二、三大股东分别为证金公司和中央汇金，对应持股比例为2.51%和0.41%。

通过控股参股子公司实现业务多元化。中国人寿除主营寿险外，还通过控股、参股国寿资管（持股60%）、国寿养老（中国人寿持股70.74%；国寿资管持股3.53%）、国寿财险（持股40%）和广发银行（持股43.69%）等公司，覆盖财险、企业和职业年金、银行、资产管理、财富管理、产业投资、海外业务等多个领域。

图 2 中国人寿股权结构（2022 年报）



资料来源：中国人寿 2022 年年报，企查查，华西证券研究所

核心高管多为熟悉公司的内部培养干部。新任董事长白涛先生于 2022 年 5 月担任公司董事长，自 2022 年 1 月起还兼任集团党委书记。白先生曾任中投公司副总经理、中国人保副董事长兼总裁等职位、国家开发集团董事长，具有丰富的金融行业及保险行业管理经验。此外，公司多位高管均为内部多年培养的管理人才，对中国人寿及保险行业较为熟悉。

表 1 中国人寿核心管理团队

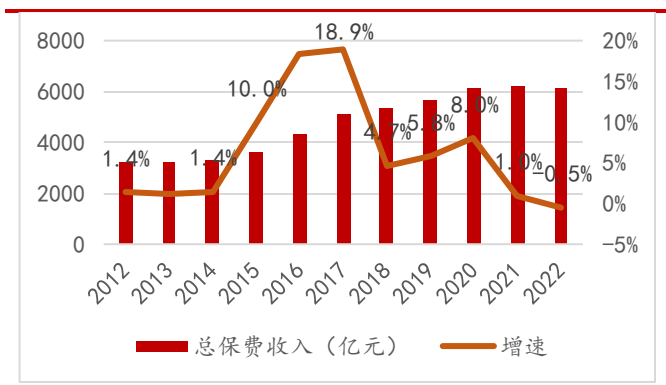
姓名	职务	年龄	任职经历
白涛	董事长	60	自 2022 年 5 月起担任本公司董事长。2016-2022 年曾任中国投资有限责任公司党委委员、副总经理，中国人民保险集团股份有限公司党委副书记、副董事长、总裁、执行董事，国家开发投资集团有限公司董事长、党组书记。毕业于中国人民大学，获经济学博士学位；高级经济师。
赵鹏	执行董事/总裁	51	自 2022 年 10 月起担任本公司执行董事、总裁。2020-2022 年期间担任中国农业发展银行副行长；2017-2020 年先后担任公司总裁助理、副总裁，中国人寿保险(集团)公司首席财务官，本公司执行董事。2019-2021 年兼任远洋集团董事、中国人寿富兰克林资管董事；2009-2017 年先后担任中国人寿保险(集团)公司财务会计部总经理、财务部总经理，本公司浙江省分公司副总经理、负责人、总经理。
刘晖	党委委员/副总裁	53	现任本公司党委委员。2014-2022 年先后担任国寿投资副总裁、国寿投资保险资管执行董事、副总裁，并先后兼任远洋地产执行董事、副总裁、国寿资本投资总裁、国寿不动产资管总经理、国寿资本董事长。
黄秀美	副总裁/财务负责人	56	2021.7-2022.11 担任本公司执行董事；自 2020.5 起担任本公司副总裁、财务负责人；自 2021.6 起担任国寿资管董事；自 2021.3 起担任远洋集团董事；自 2021.2 起担任中国人寿富兰克林资管董事；2018-2021 年担任国寿养老董事。2016-2020 年担任国寿养老副总裁、董事会秘书、财务负责人。2014-2016 年担任本公司财务总监兼财务管理部总经理。2005-2014 年先后担任本公司福建省分公司总经理助理、副总经理、负责人、副总经理、总经理。1999-2005 年先后担任本公司福建省分公司计财处副处长、计财部经理、财务部经理，并于 2004-2005 年兼任福州市分公司副总经理。曾担任本公司财务负责人。
利明光	执行董事/副总裁/总精算师	54	自 2019.8 起担任本公司执行董事，自 2014.11 起担任本公司副总裁，自 2012.3 起担任本公司总精算师。2017.6-2023.2 担任本公司董事会秘书。1996 年加入本公司，先后担任副处长、处长、产品开发部总经理助理、公司精算责任人、精算部总经理。拥有中国精算师(FCAA)和英国精算师(FIA)资格。曾任国寿养老总精算师，中国精算工作委员会首届主任、中国精算师协会第一、二届秘书长，现任中国精算师协会副会长。享受国务院政府特殊津贴。
阮琦	副总裁/首席风险官	57	自 2018.4 起担任本公司副总裁。自 2022.12 起担任本公司首席风险官。2016-2018 年先后担任本公司信息技术部总经理、首席信息技术执行官。201-2016 年担任中国人寿数据中心总经理兼本公司信息技术部总经理。2004-2014 年担任本公司信息技术部副总经理、总经理。2000-2004 年先后担任本公司福建省分公司电脑处副处长，信息技术部副经理(主持工作)、经理。高级工程师。

资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 公司在寿险市场地位稳固

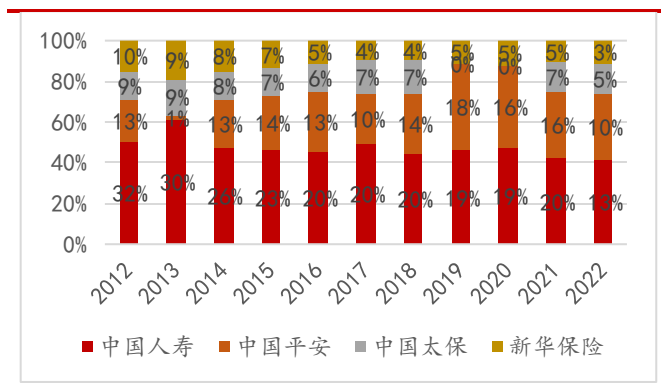
公司保费市占率优势显著。2012-2022 年公司总保费收入规模从 3227.42 亿元提升至 6151.9 亿元，年复合增速为 6.7%。其中 2012-2014 年间由于公司结构调整、银保渠道新规等影响，公司保费年增速在 1.4% 左右，2015-2017 年间保费增速逐渐恢复至两位数水平，此后受行业监管趋严、疫情爆发等影响，保费增速显著放缓。2023 年一季度公司保费收入 3272.21 亿元，同比增长 3.9%，实现正增长。根据我们测算，过往 10 年，公司人身险保费市占率始终位于行业首位，市场地位稳固。

图 3 中国人寿总保费收入及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

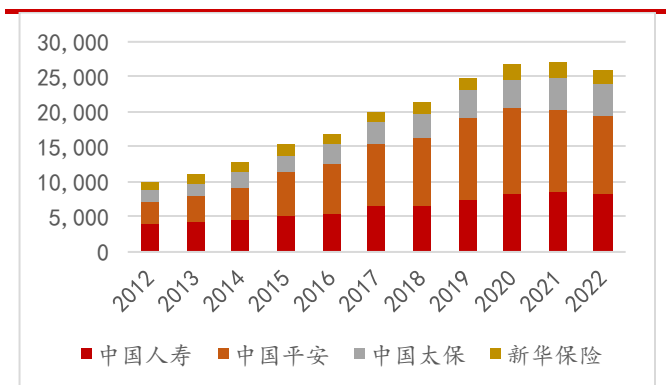
图 4 各上市险企人身险保费市占率



资料来源: 各公司年报, 银保监会, 华西证券研究所

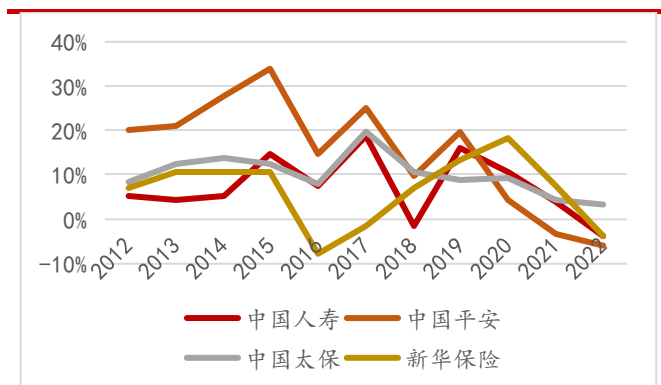
2018-2022 年公司营收和归母净利润复合增速位于行业前列。2012-2022 年公司营收和归母净利润年复合增速分别为 7.4%，处于同行业可比公司下游。2018-2022 年公司营收和归母净利润复合增速分别为 6.5% 和 29.5%，居于上市险企上游，其中营收复合增速仅次于新华保险（8.6%），归母净利润复合增速位于行业第一，且远高于行业第二的中国太保（8.1%）。2023 年一季度公司营收和归母净利润分别实现 3683.85 亿元和 178.85 亿元，同比增长 7.2% 和 18%，相比 2022 年全年的负增长显著提升，主要受益于资本市场回暖带来公司投资收益变化及传统准备金折现率假设更新的影响。

图 5 各上市险企营收规模 (亿元)



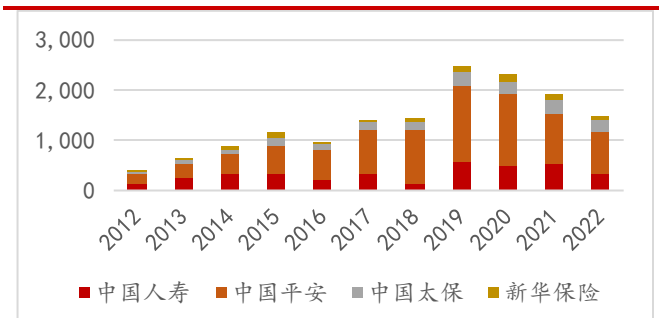
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 各上市险企营收增速



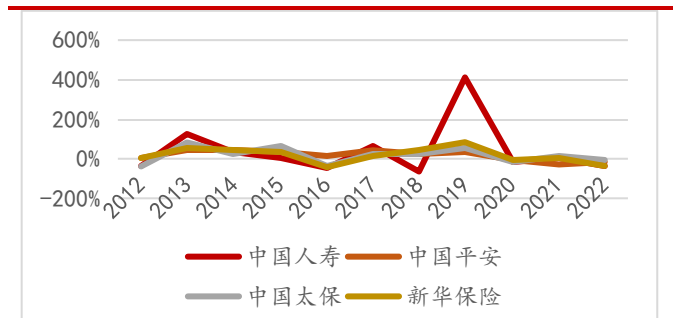
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 7 各上市险企归母净利润规模（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 各上市险企归母净利润增速

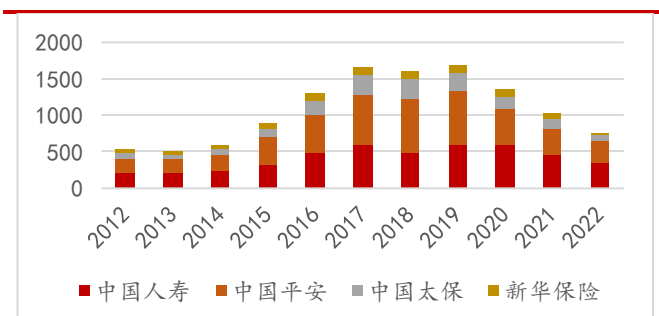


资料来源：Wind，华西证券研究所

公司 NBV 居于行业首位，新业务价值率回落但稳定性更优。2020 年公司新业务价值实现 583.73 亿元，并且在全行业 NBV 规模下滑的情况下，超越中国平安成为行业第一并保持地位。2023Q1 公司新业务价值同比增长 7.7%，增速由负转正。新业务价值率方面，2016-2020 年公司新业务价值率稳步提升，2021-2022 年受疫情、保障型产品销售受阻等原因影响，全行业新业务价值率均回落，2022 年公司新业务价值率为 19.5%，低于中国平安（24.1%），但高于中国太保和新华保险，且降幅小于同业。

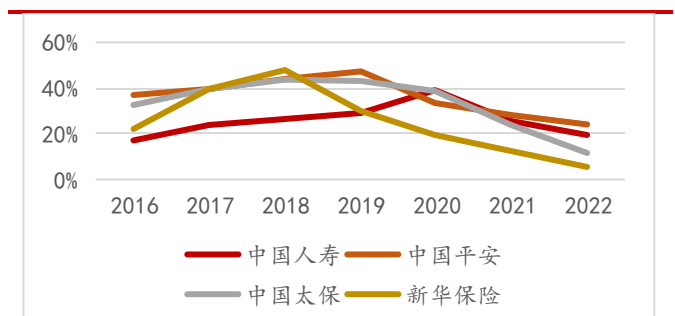
2018-2022 年公司内含价值复合增速引领行业。中国人寿内含价值从 2018 年的 7950.52 亿元持续增长至 2022 年的 12305.19 亿元，年复合增速达 11.5%，与新华保险持平，超过中国太保（10.2%）和中国平安（9.2%）。我们认为公司内含价值的较优表现主要由新业务贡献。

图 9 各上市险企 NBV（亿元）



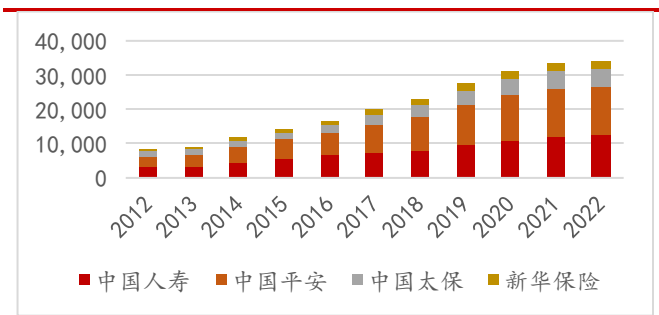
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 10 各上市险企新业务价值率



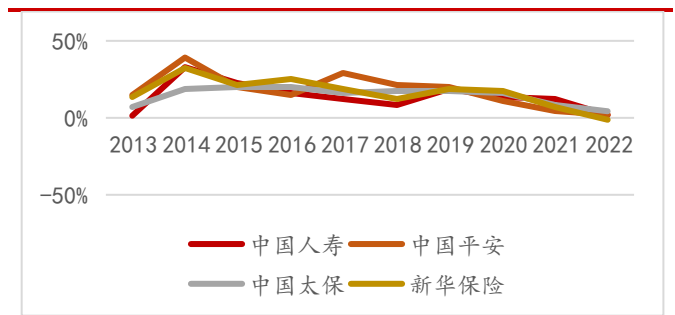
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 11 各上市险企 EV（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 各上市险企 EV 增速



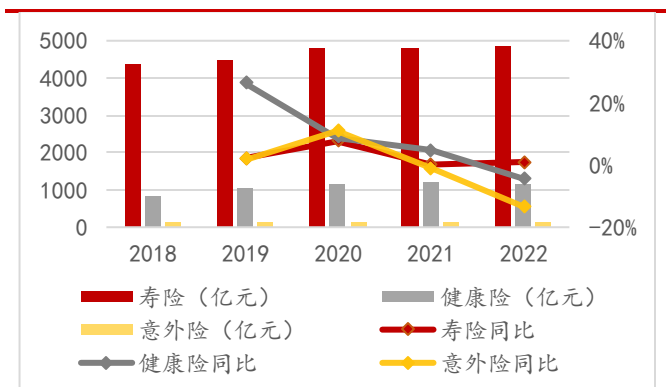
资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 负债端：看好公司代理人队伍持续量稳质提

2.1. 产品以寿险为主，健康险稳步提升

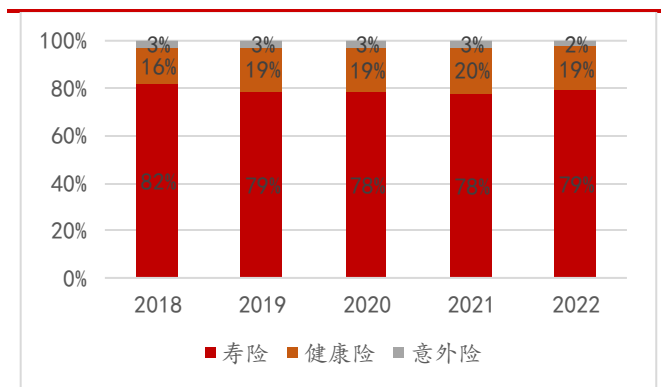
以寿险产品为主，健康险规模逐年提升。从总保费规模来看，寿险一直为公司最重要的保险产品，同时公司健康险业务保费收入也在逐年提升。2018-2022 年公司寿险、健康险、意外险保费收入年复合增速分别为 2.6%/8.4%/-0.8%。其中意外险保费收入占比持续提升，从 2018 年的 15.6% 提升至 2022 年的 18.7%。从新单保费规模来看，2018-2022 年公司新单业务占总保费收入维持在 30% 左右。截至 2022 年末，公司寿险、健康险为新单保费贡献主力，且健康险占比持续增长，新单保费收入占比分别为 57% 和 35.6%，相比 2018 年分别提升（-5.1%）和 6%。

图 13 中国人寿各分项业务保费收入及同比增速



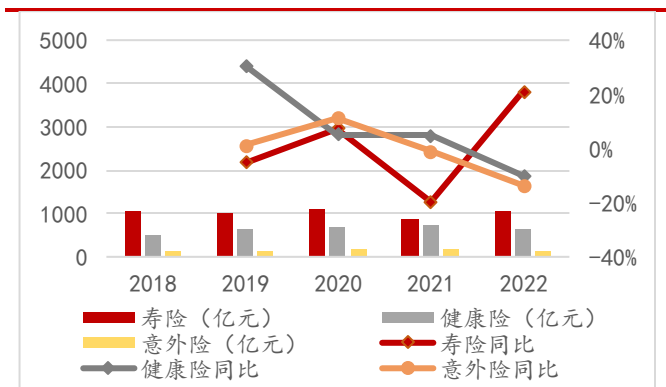
资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

图 14 中国人寿各分项业务保费收入占比



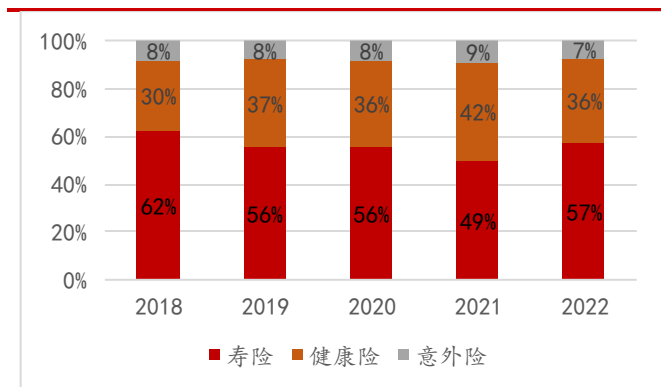
资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

图 15 中国人寿各分项业务新单保费收入



资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

图 16 中国人寿各分项业务新单保费收入占比



资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

以客户为中心的产品开发理念。公司积极贯彻落实国家战略部署，坚持以客户为中心的产品开发理念，不断强化产品研发及响应能力。2022 年，公司新开发、升级产品 88 款，覆盖寿险、年金险、健康险、意外险等全产品类别，持续打造产品形态丰富、特点突出、具有品牌影响力的公司产品体系。公司积极服务健康中国战略，大力推进疾病、医疗、护理等健康险产品的创新研发，推出“尊享福”“爱意康悦”等健康保险产品，不断丰富健康险产品体系；在服务积极应对人口老龄化国家战略方面，推出老年人专属意外伤害、疾病等适老化保险产品，同时，个人养老金业务扎实

起步，“国寿鑫享宝专属商业养老保险”入选行业首批个人养老金产品名单；在助推乡村振兴战略方面，持续完善乡村振兴专属系列产品，为相关人群提供更广泛的保险保障；面向新业态、新市民群体推出专属意外保障产品；公司稳步推进互联网专属保险产品开发，推出“守护星”等保险产品，更好满足年轻客户的保险消费需求。截至2022年末，“国寿鑫享至尊年金保险（庆典版）”为公司最畅销产品，贡献保费收入398.46亿元，占总保费比例为6.5%；“国寿城乡居民大病团体医疗保险（A型）”为贡献保费收入261.11亿元，且均为新单。

表 2 截至 2022 年末保费收入前 5 位的保险产品情况

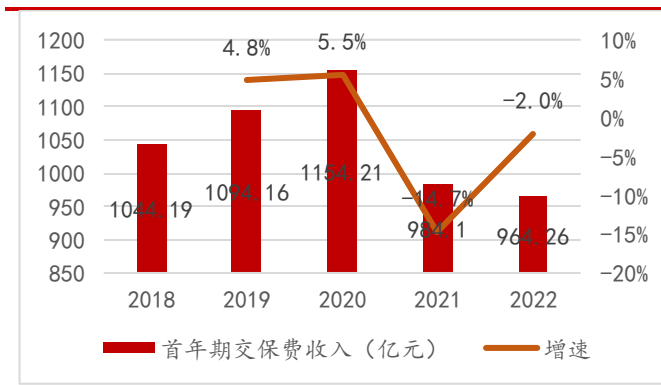
保险产品	保费收入 (亿元)	新单保费收入 (亿元)	主要销售渠道
国寿鑫享至尊年金保险（庆典版）	398.46	0.28	以个人代理人渠道为主
国寿鑫耀东方年金保险	374.04	0.43	以个人代理人渠道为主
国寿鑫裕金生两全保险	368.12	110.62	以个人代理人渠道为主
国寿城乡居民大病团体医疗保险（A型）	261.11	261.11	其他渠道
国寿鑫福临门年金保险	255.78	74.15	以个人代理人渠道为主

资料来源：中国人寿 2022 年年报，华西证券研究所

2.2. 期交占比近六成，长期期交有待提升

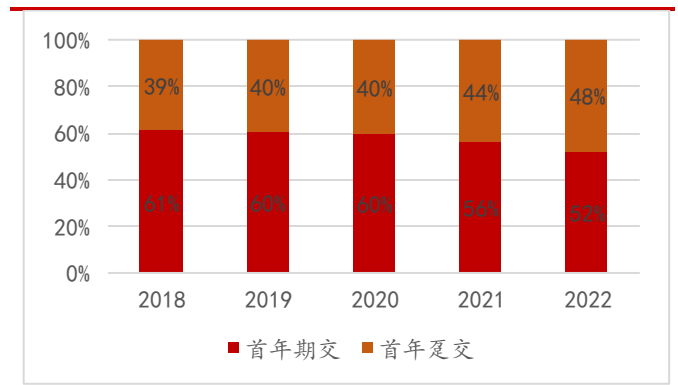
新单中期交占比六成左右，近年有所下滑。中国人寿新单保费期限结构自 2018 年开始有所衰退，2018-2022 年期交保费收入占比由 61% 连续下滑至 52.2%。相对应地，期交保费收入增速自 2021 年开始由负转正，保费收入由 2020 年的 1154.21 亿元下降至 964.26 亿元，年复合增速为 -8.6%。

图 17 公司首年期交保费收入及增速



资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

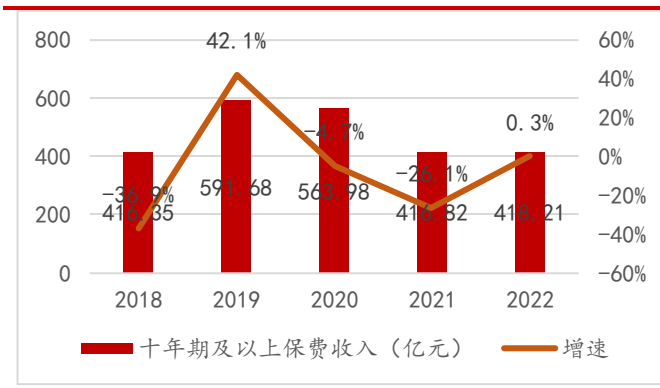
图 18 公司首年期交和首年趸交保费占比



资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

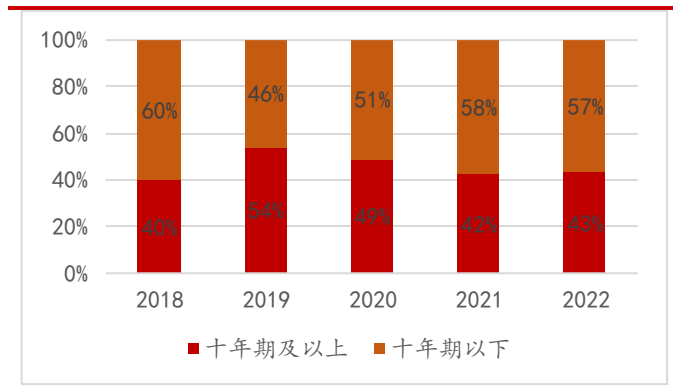
新单期交十年期及以上占比超 4 成，增速由负转正。公司十年期及以上保费占比有所下降，自 2019 年的 54% 连续下降至 2021 年的 42%，2022 年增速由负转正 (+1pct)。相对应地，2019-2021 年公司十年期及以上保费收入逐年下降，从 591.68 亿元下降至 416.82 亿元，年复合增速 -16.1%，主要系疫情爆发、行业发展承压、保费增速持续放缓等因素影响，保障型业务销售难度加大。2022 年保费有所上升，同比增加 0.3%，我们预计伴随经济复苏，保障型业务需求增加，公司十年期及以上保费有望迎来持续好转。

图 19 公司十年期及以上保费收入及增速



资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

图 20 公司十年期及以上首年期交保费占比



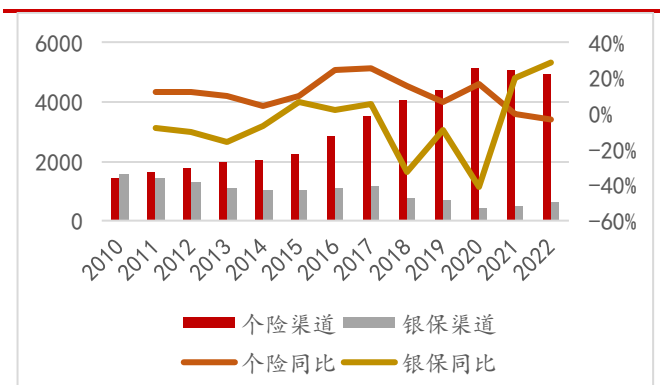
资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

2.3. 个险渠道地位主导，银保渠道价值与规模齐升

个险渠道占比八成，银保渠道持续回升。从总保费收入结构来看，公司个险渠道是贡献保费收入的主力，2022 年个险渠道保费收入 4924.39 亿元，占总保费收入的 80%，同比下降 3.3%，主要系 2022 年以来代理人规模下滑导致保障性产品销售难度增加；银保渠道占比自 2020 年的 7%回升至 2022 年的 10%，2022 年银保渠道保费收入 634.15 亿元，同比增长 28.6%。**从新单保费收入结构来看**，公司个险渠道仍占据半壁江山，2022 年新单收入 995.9 亿元，占公司新单保费的 54%；银保渠道新单收入自 2021 年开始回升，占比从 2020 年的 8%提升至 2022 年的 15%，年复合增速达 29.9%。

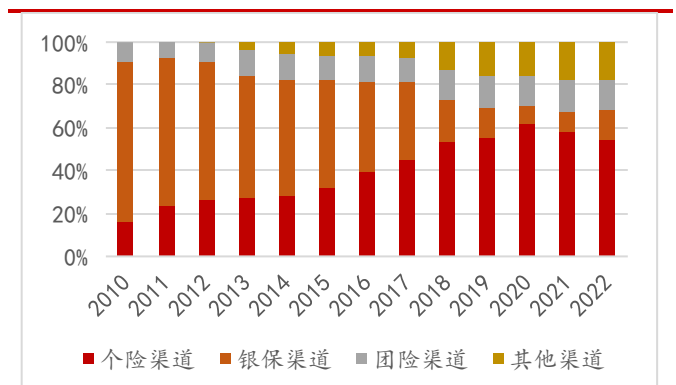
银保渠道坚持规模与价值齐升。银保渠道除前述总保费收入及新单保费持续回升外，新业务价值和新业务价值率也持续提升。目前个险渠道仍为公司新业务价值贡献主力，银保渠道也持续助力新业务价值的提升。2012-2019 年公司银保渠道新业务价值从 21.25 亿元提升至 63 亿元，对应年复合增速达 16.8%；新业务价值率也不断攀升，从 2012 年的 2.3%显著提升至 2019 年的 23.8%，提升了 21.5pct，主要系公司积极推动银保渠道业务转型，重视期缴业务，并持续深化银行合作，加强团队专业化建设。

图 21 中国人寿各渠道保费收入（亿元）及增速



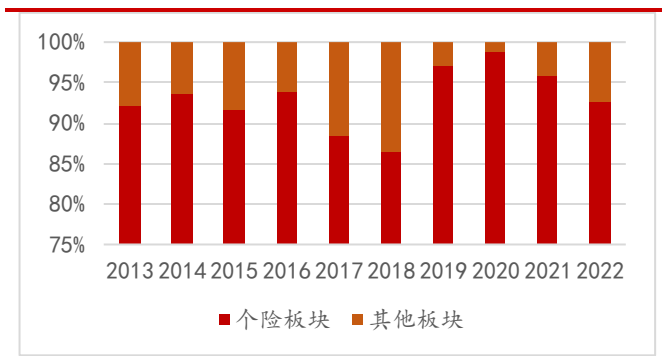
资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

图 22 中国人寿新单保费结构（按渠道）



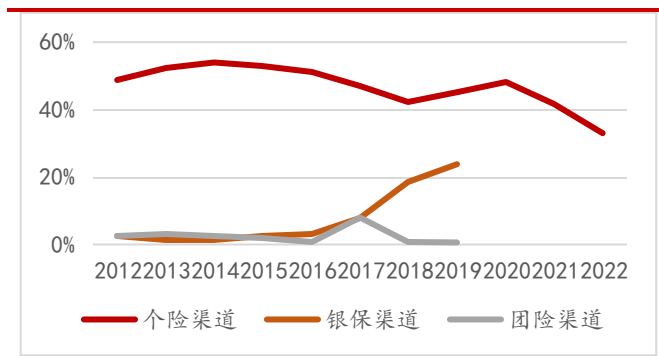
资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

图 23 中国人寿新业务价值构成



资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

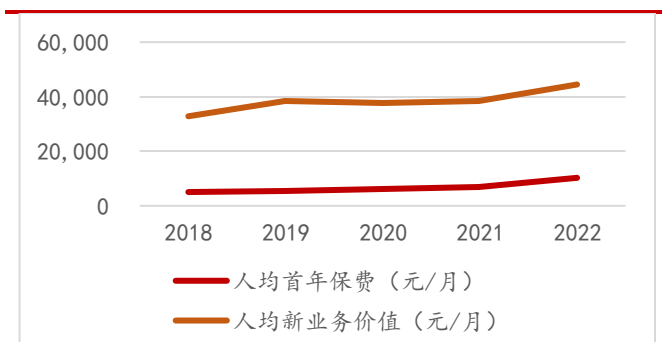
图 24 中国人寿各渠道新业务价值率（按首年保费）



资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所 注：其中 2012-2015 年数据通过公式“渠道新业务价值/渠道当年首年保费”计算得来，其余数据均来源于年报

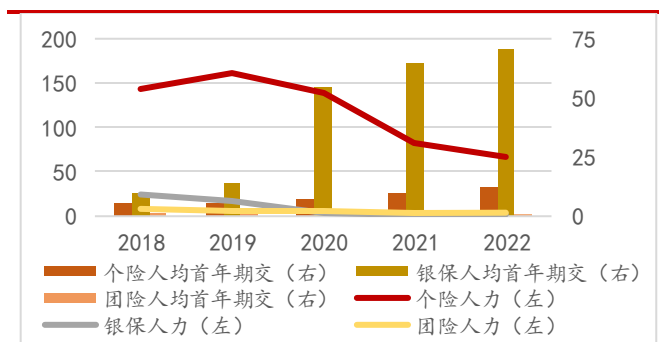
代理人队伍量稳质升。人身险业深度调整仍在继续，发展整体承压，公司坚持高质量发展，坚定推进销售体系建设，全面升级销售队伍管理方法，队伍规模逐步企稳，队伍结构和质态不断优化。公司不断精简优化队伍，平均人力从 2018 年的 152.6 万人下降至 2022 年的 80.95 万人；但队伍质态稳步提升，2018-2022 年公司人均首年保费从 5046.29 亿元提升至 10252.21 亿元，年复合增速达 19.4%；人均新业务价值也从 32821.35 亿元提升至 44476.84 亿元，年复合增速为 7.9%。分渠道来看，公司个险渠道和银保渠道均贯彻落实高质量发展要求，坚持“稳中固量、稳重求效”的队伍发展策略，各队伍规模缩减的同时产能均明显提升。2018-2022 年，公司个险人力从 143.9 万人下降至 66.8 万人，对应人均首年期交保费从 5.51 万元提升至 12.2 亿元，年复合增速 22%；银保渠道人力从 24.5 万人下降至 2.1 万人，对应人均首年期交保费从 9.49 万元提升至 70.85 万元，年复合增速达 65.3%。

图 25 中国人寿人均产能



资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

图 26 各渠道人力及人均产能情况（万人，万元）



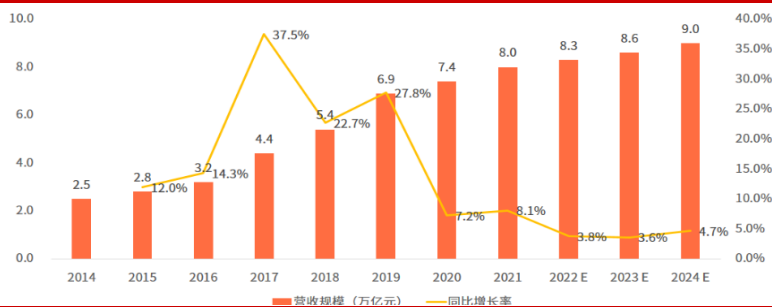
资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

2.4. 加大健康养老业务布局

打造优质高效的健康管理服务体系。公司坚持以客户为中心，持续贯彻落实健康中国战略、积极应对人口老龄化国家战略，加大健康养老业务发展布局，助力健全多层次社会保障体系。公司积极整合线上线下及内外部医疗健康资源，提升健康管理服务能力，打造总分协同、优质高效的健康管理服务体系，国寿大健康平台服务项目持续丰富，系统不断升级。截至 2022 年末，国寿大健康平台服务项目数量过百，累计注册用户量较 2021 年底增长超 21%。

我国大健康市场规模发展空间较大。社会人口结构老龄化和居民长期对健康的需求是中国健康产业底层逻辑和核心驱动力，加之后疫情时代引发更多对健康管理和健康保障的需求，中国的健康产业有较大的增长空间。根据艾媒网数据，2021年我国大健康产业整体营收达8万亿元，且在过去7年内高速发展，市场规模年复合增长率高达18%，预计2024年将达9万亿元；据艾媒网分析，中国与全球的大健康产业发 展情况基本一致，同样由于社会结构变化而需求不断增长，具有可持续增长性。我们预计未来公司大健康业务有望持续助力业绩提升。

图 27 2014-2024 年中国大健康产业整体营收及预测



资料来源：艾媒网，华西证券研究所

公司布局养老产业链上下游优质资源。公司落实积极应对人口老龄化国家战略，充分发挥保险资金长周期优势，依托中国人寿集团专业投资平台持续推进养老产业投资布局 and 专业化运营，构建养老服务体系，健全养老服务供给能力，通过国寿大养老基金布局康复、医养、医院、健康医疗大数据、健康产业园等养老产业链上下游优质资源。2022，国寿养老大基金加速整合中国人寿集团内部康养资源，持续推进在京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区等战略区域的机构养老、社区养老等项目的布局。目前公司主要有福保社区颐康之家、康欣社区康欣之家、盐田区悦享中心、悠享家健康护老中心四个养老社区；乐境、雅境、逸境、韵境四个国寿嘉园项目；乐城馨苑康养中心等还在持续建设中。

表 3 中国人寿养老社区全国布局

养老社区	地点	开业时间	建筑面积 (m ²)	床位 (张)
国寿嘉园·乐境	天津	2021 年	13.3 万	1186
国寿嘉园·雅境	苏州	一期 2019 年 二期建设中	一期 14 万	1500
国寿嘉园·逸境	海南三亚	2019	11 万	-
国寿嘉园·韵境	北京	已建成	2.1 万	500
国寿·福保社区颐康之家	深圳	2017 年	1720	29
国寿·康欣社区康欣之家	深圳	2020 年	838	31
国寿·盐田区悦享中心	深圳	2020 年	1680	36
国寿·悠享家健康护老中心	深圳	2021 年	3846	140
乐城馨苑康养中心	海南博鳌	建设中	约 9 万	-

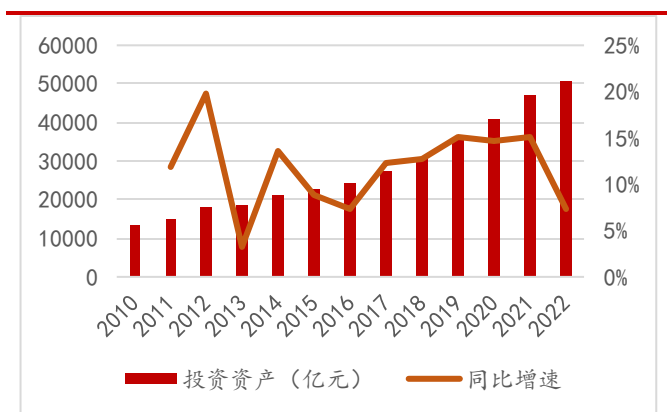
资料来源：SIC 老博会，华西证券研究所

3. 投资风格稳健，收益率波动小

3.1. 投资资产持续扩张，固收占比较高

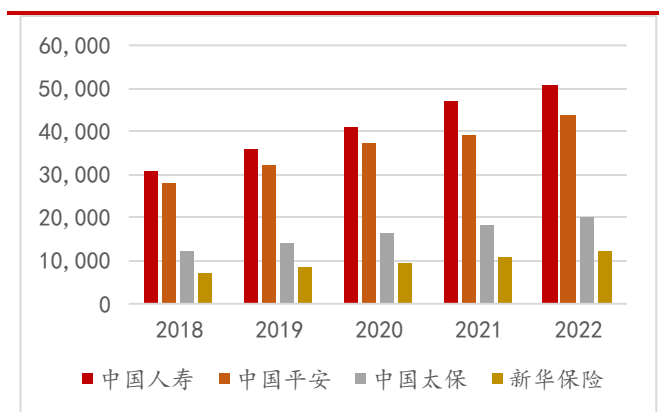
公司投资规模居于行业前列，且持续增长。中国人寿投资资产规模从 2010 年的 13361.61 亿元持续快速增长至 2022 年的 50649.8 亿元，期间年复合增速高达 11.7%。与中国平安、中国太保、新华保险三家可比上市险企相比，公司投资资产规模长期居于行业首位。截至 2022 年末，中国人寿投资资产 50649.8 亿元，高于中国平安（43684 亿元）、中国太保（20262.83 亿元）、新华保险（12030.08 亿元）。

图 28 中国人寿投资资产规模及增速



资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

图 29 上市险企投资资产规模对比 (亿元)

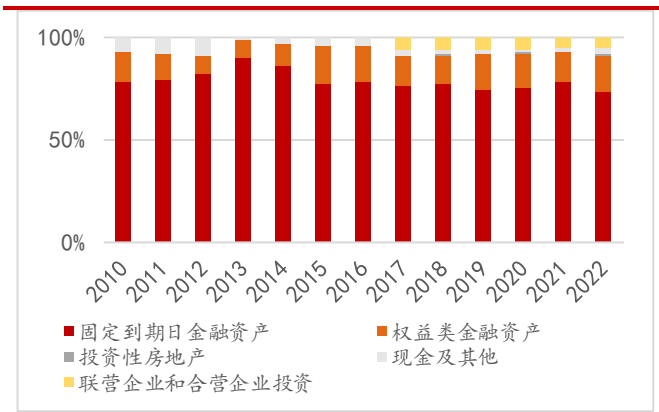


资料来源：各公司年报，华西证券研究所

投资风格稳健，以固收为主。中国人寿践行稳健的投资理念，多措并举稳定投资收益：在持续做好市场动态研判的基础上，稳步推进传统固收品种配置安排，稳定票息收益水平和资产久期；积极把握权益市场调整过程中的长期配置机遇，推动权益类资产配置比例向中长期配置中枢靠拢；加大另类投资产品模式创新，通过股权计划、资产支持计划、股权基金等多种形式布局优质另类资产，稳定配置规模，丰富超额收益来源。2018-2022 年中国人寿固收类投资资产占比稳定在 73%-79%之间，权益类投资资产占比在 13%-18%之间且有所上升。

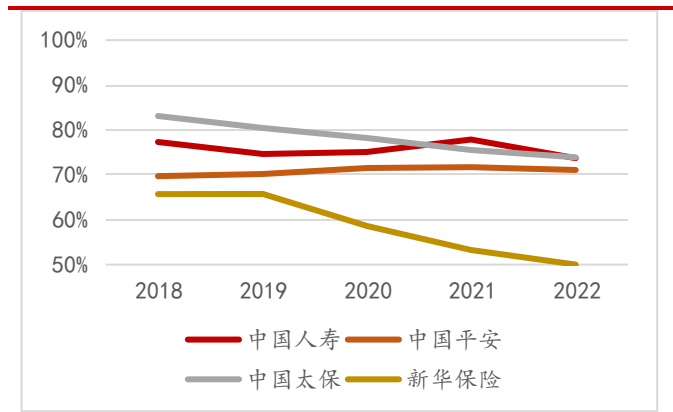
权益类投资占比低于同业。从横向对比来看，2022 年中国人寿固收类投资资产占比为 73.7%，处于行业上游水平，仅略低于中国太保（73.9%）。公司权益类投资资产占比 17.6%，位于行业中下水平，但 2018 年起呈现波动上升趋势。其中公司股票+基金投资资产 2022 年占比 11.4%，处于行业中下游，但相比 2021 年提升 2.6pct。

图 30 中国人寿投资资产按对象分类（年报口径）



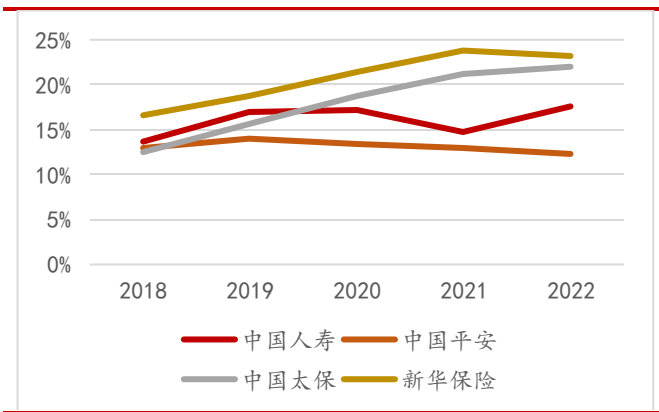
资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

图 31 上市险企固收类资产占比



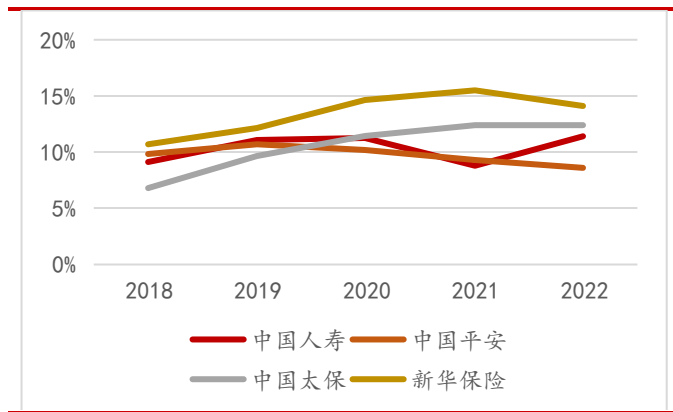
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 32 上市险企权益类资产占比



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 33 上市险企股基资产占比情况

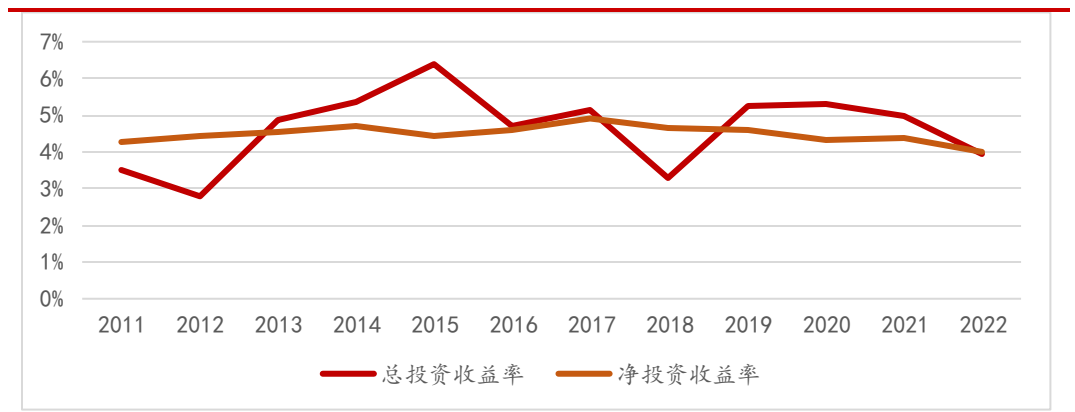


资料来源：各公司年报，华西证券研究所

3.2. 投资收益率波动小较小

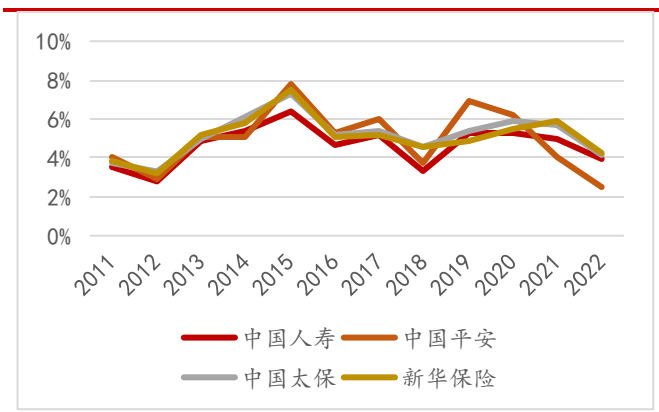
投资收益率较低但波动小。中国人寿净投资收益率明显相比总投资收益率更为平稳。横向对比，从投资收益率水平来看，中国人寿的总投资收益率和净投资收益率处于行业下游水平。2011-2022 年公司总投资收益率均值和净投资收益率均值分别为 4.6%和 4.5%，而四家上市险企平均总投资收益率分别为 5.0%和 4.8%，公司投资收益表现低于行业平均。从投资收益率波动性来看，中国人寿投资收益率较稳定。2011-2022 年公司总投资收益率波动标准差为 1%，低于同行业可比上市险企中国平安（1.5%）、中国太保（1.1%）和新华保险（1.1%）；公司净投资收益率波动标准差为 0.2%，低于中国平安（0.5%）、中国太保（0.5%）、中国太保（0.3%）和新华保险（0.3%）。

图 34 中国人寿净投资收益率波动性小于总投资收益率



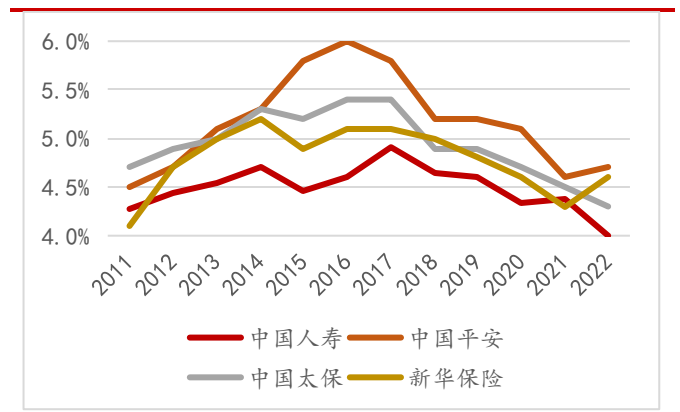
资料来源：中国人寿年报，华西证券研究所

图 35 上市险企总投资收益率



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 36 上市险企净投资收益率



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

保险业务方面，结合 2022 年受疫情影响公司保费收入略降、2023Q1 新单保费实现正增长，2023-2025 年整体经济呈现企稳回升态势，寿险正进行改革，保费收入、新业务价值率、代理人产能有望逐步提升，保守假设 2023-2025 年保险业务收入增速为 6%/5.2%/5%。同时，考虑中国人寿经营风格稳健，我们假设公司内含价值回报率均为 7.9%，新业务价值同比增速 3.5%/4.8%/5.7%。基于以上核心假设，我们预计 2023-2025 年中国人寿营业收入分别为 9050/9542/10036 亿元，同比增速分别为 9.6%/5.4%/5.2%；对应归母净利润分别为 445/568/688 亿元，同比增速为 38.7%/27.6%/21.1%；EVPS 为 46.3/49.1/52.2 元，对应 2023 年 5 月 10 日收盘价 38 元的 PEV 分别为 0.82/0.77/0.73 倍。

表 4 中国人寿盈利、核心指标预测

单位：亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,585	8,261	9,050	9,542	10,036
已赚保费	6,113	6,078	6,440	6,778	7,114
营业支出	8,075	8,017	8,658	9,041	9,429
退保金	416	371	364	379	389
赔付支出	1,365	1,407	1,486	1,553	1,596
提取保险责任准备金	4,473	4,612	4,827	5,115	5,433
营业利润	510	244	392	501	607
归母净利润	509	321	445	568	688
ROE (%)	10.77	7.53	9.59	11.30	12.50
ROA (%)	1.07	0.64	0.78	0.87	0.94
内含价值	12,030	12,305	13,076	13,864	14,763
YOY (%)	12.21	2.29	6.27	6.02	6.48

资料来源：Wind，华西证券研究所

4.2. 估值

参考同行业可比估值，基于公司寿险产品和代理人能效在行业的竞争优势，叠加资本市场改善预期，我们给予中国人寿 2023 年 1 倍 PEV 估值，对应目标价 46.3 元，较 2023 年 5 月 10 日收盘价 38 元有 22% 的增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5 可比公司估值

证券代码	证券简称	股票价格	EPS (元)			EVPS	P/EV
		20230510	2022A	2023E	2024E	2023E	2023E
601628.SH	中国人寿	38.00	1.14	1.57	2.01	46.26	0.82
601318.SH	中国平安	52.31	4.8	6.85	7.99	82.49	0.63
601601.SH	中国太保	32.56	2.56	3.13	3.58	54.46	0.60
601336.SH	新华保险	39.98	3.15	4.56	5.45	-	-

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：上述公司（除中国人寿外）EPS 预测数据均来自 Wind 一致预期，EVPS 数据来自华西证券研究所非银组历史报告

5. 风险提示

疫情后经济复苏不及预期风险，若经济复苏不理想，将可能导致居民资产配置意愿不及预期，从而导致公司寿险等产品的需求不及预期；

寿险转型不及预期风险，公司寿险业务正处于转型发展期，若转型不及预期，将会使寿险业务收入增长不及预期；

权益市场大幅波动风险，公司的投资收益受权益市场表现影响，若权益市场大幅波动将导致投资收益波动。

财务报表和主要财务比率

资产负债表						利润表					
单位：亿元						单位：亿元					
至12月31日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	至12月31日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	609	1290	1010	1223	1519	营业收入	8585	8261	9050	9542	10036
定期存款	5295	4856	6573	7050	7819	已赚保费	6113	6078	6440	6778	7114
交易性金融资产	2068	2238	2455	2858	3212	投资收益	2418	2178	2504	2630	2761
可供出售金融资产	14293	17381	18160	21037	24121	公允价值变动损益	-51	-88	-5	2	2
持有至到期投资	15338	15742	17840	20692	23056	其他业务收入	99	93	111	134	160
贷款	6661	5965	8083	8737	9638	营业支出	-8075	-8017	-8658	-9041	-9429
应收保费	204	197	255	277	309	退保金	-416	-371	-364	-379	-389
长期股权投资	2580	2612	3173	3530	3953	赔付支出	-1365	-1407	-1486	-1553	-1596
投资性房地产	134	132	172	184	207	提取寿险责任准备金	-4473	-4612	-4827	-5115	-5433
固定资产	468	491	568	645	724	手续费及佣金支出	-657	-548	-499	-457	-419
其他资产	86	75	105	112	123	业务及管理费	-430	-422	-462	-488	-513
资产总计	48911	52520	59932	68143	76763	其他业务成本	-303	-304	-456	-456	-456
应付手续费及佣金	54	47	74	74	83	营业利润	510	244	392	501	607
应付赔付款	568	608	735	815	922	净利润	524	335	466	594	720
寿险责任准备金	31821	36072	40431	46259	52549	归属母公司股东净利润	509	321	445	568	688
长期健康险责任准备金	1975	2337	2528	2921	3336	主要财务比率					
应付保单红利	1249	967	1483	1580	1708	至12月31日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
其他应付款	190	190	229	260	290	营业收入增长	4.07	-3.78	9.56	5.44	5.17
保户储金及投资款	3136	3747	4132	4699	5390	归属母公司净利润增长	1.30	-37.00	38.69	27.64	21.08
其他负债	972	1056	1151	1361	1527	ROE	10.77%	7.53%	9.59%	11.30%	12.50%
负债合计	44044	48069	55074	62880	71004	ROA	1.07%	0.64%	0.78%	0.87%	0.94%
股本	283	283	283	283	283	每股指标（元）					
资本公积	543	536	536	537	537	每股收益	1.80	1.14	1.57	2.01	2.43
未分配利润	2013	2017	2202	2452	2740	每股净资产	16.93	15.43	16.84	18.25	19.97
归属母公司股东权益	4786	4362	4760	5157	5643	估值比率					
少数股东权益	81	90	98	106	116	P/E	21.09	33.48	24.14	18.91	15.62
负债和股东权益	48911	52520	59932	68143	76763	P/B	2.24	2.46	2.26	2.08	1.90

资料来源：中国平安公告，Wind数据库，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

魏涛：华西证券副总裁，证券研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。