

新华保险 (601336.SH)

投资收益拖累短期业绩，渠道聚焦长期转型

增持

核心观点

新会计准则实施及投资收益拖累业绩表现。受新会计准则实施及资本市场波动影响，截至 2023 年三季度末，公司累计实现营业收入 618.5 亿元，同比下降 18.6%；实现保险业务收入 397.3 亿元，同比下降 71.2%；实现归母净利润 95.4 亿元，同比下降 15.5%。公司持续聚焦产品长期化转型，实现中长期险首年期交保费 220.3 亿元，同比增长 40.2%，其中十年期及以上期交保费 25.4 亿元，同比提升 11.6%。

个险渠道优化产品供给，推动团队转型。截至三季度末，公司个险渠道累计实现保费收入 965.6 亿元，同比下降 0.3%，占公司总保费收入的 67.6%。公司进一步优化产品结构，推动长期化转型，渠道累计实现长期首年期交保费 100.9 亿元，同比增长 9.9%。从单季表现来看，个险渠道实现季度保费收入 283.5 亿元，同比上升 3.7%，在代理人质量的不断提升及“开门红”筹备的影响下，保费收入实现稳中有增。产品方面，新华保险三季度陆续推出“盛世荣耀终身寿险（分红型）”等储蓄型保险，进一步推动公司产品策略转型。近期，监管下发《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》，要求险企不得大幅提前收取保费，对于近期“开门红”已收保费影响有限，利于行业长期稳定发展。

银保渠道“报行合一”，助力可持续化发展。今年前三季度，公司银保渠道实现总保费收入 440.1 亿元，同比增长 14.1%，占公司总保费收入的 30.8%。单季度渠道实现保费收入 71.8 亿元，同比下降 2.7%。三季度监管下发《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》，要求行业银保渠道手续费实现“报行合一”。在此背景下，公司严格落实相关政策，持续提升产品创设力，从保障需求出发，大力推行长期险发展，其中渠道实现长期首年期交保费收入 119.1 亿元，同比高增 82.9%。

会计准则调整加大投资收益波动。截至三季度末，公司累计实现投资净收益 2.11 亿元，同比下降 99.4%。今年三季度，权益市场延续低位震荡，叠加利率中枢下行，公司资产端持续承压，单季度实现投资净收益 13 亿元，同比下降 89.4%；年化总投资收益率 2.3%。同时，新金融工具准则的实施加大利润表波动，单季投资收益出现大幅下降。

投资建议：公司持续推行代理人团队转型及渠道长期发展战略，结合“开门红”的推进，我们预计 2023 至 2025 年新华保险 EPS 为 4.68/6.97/8.63 元，P/EV 为 0.55/0.50/0.46 倍，维持“增持”评级。

风险提示：公司改革成效不及预期；权益市场持续波动；利率中枢下行等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	222,380	214,319	229,929	242,222	252,749
(+/-%)	27.39%	-3.62%	7.28%	5.35%	4.35%
净利润(百万元)	14,951	9,826	14,593	21,738	26,914
(+/-%)	-1.81%	-34.28%	48.52%	48.96%	23.81%
摊薄每股收益(元)	4.79	3.15	4.68	6.97	8.63
每股内含价值	54.91	54.23	62.92	68.62	74.87
(+/-%)	7.57%	-1.25%	16.04%	9.06%	9.10%
PEV	0.63	0.63	0.55	0.50	0.46

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

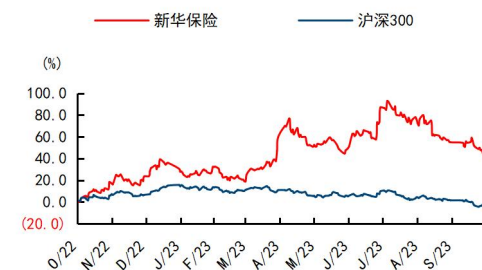
kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	34.38 元
总市值/流通市值	107250/107250 百万元
52 周最高价/最低价	49.11/22.80 元
近 3 个月日均成交额	617.46 百万元

市场走势

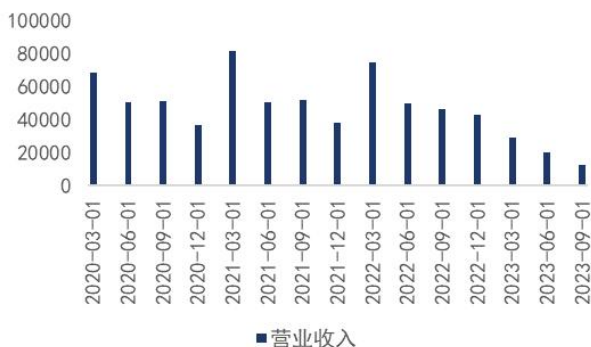


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

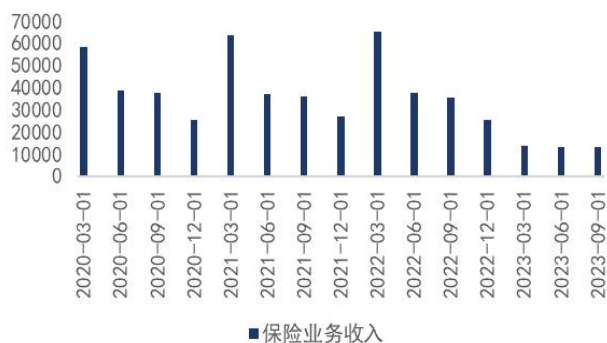
- 《新华保险 (601336.SH) - 人均产能翻倍，聚焦长期转型》——2023-08-31
- 《新华保险 (601336.SH) - 渠道转型，困局反转》——2023-06-29
- 《新华保险 (601336.SH) ——2022 年一季报点评-销售逐步稳定，资产端有待观察》——2022-05-05
- 《新华保险 (601336.SH) - 总体规模稳中有升》——2022-04-05

图1: 新华保险营业收入 (单位: 百万元)



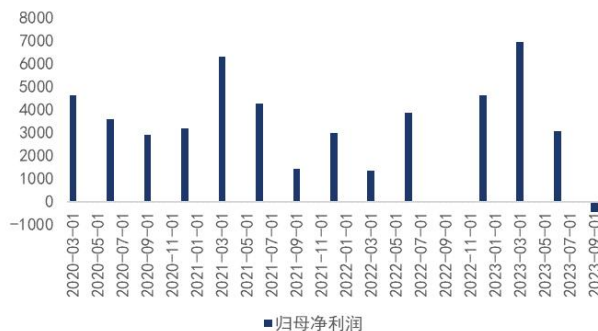
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 新华保险保险业务收入 (单位: 百万元)



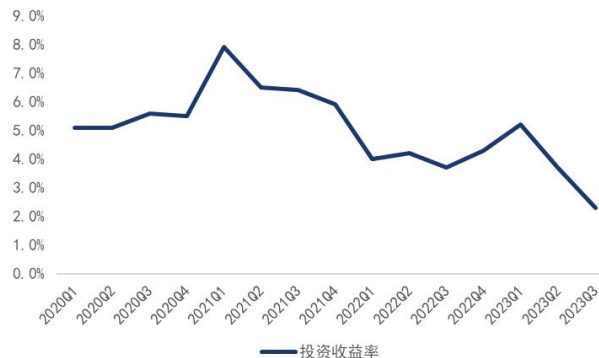
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 新华保险归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 新华保险投资收益率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	15,476	17,586	18,465	20,312	21,937	保险业务收入	163,470	163,099	174,516	183,242	190,571
应收保费	2,867	3,088	3,397	3,736	4,110	已赚保费	161,314	160,904	171,648	180,320	187,596
应收账款	243	939	826	744	684	再保险佣金收入	0	0	0	0	0
衍生金融资产	4	3	3	3	3	银行业务利息收入	0	0	0	0	0
发放贷款及垫款	40,806	43,626	46,680	51,348	51,348	非保险业务的手续费及佣金收入	0	0	0	0	0
对联营公司和共同控制实体的投资	0	0	0	0	0	投资收益	60,217	53,188	55,847	59,198	62,158
投资性资产	1,023,422	1,130,866	1,136,198	1,183,375	1,246,306	其他收益	1,192	1,118	1,207	1,304	1,369
财产和设备	19,171	18,736	18,931	19,291	19,822	营业收入合计	222,380	214,319	229,929	242,222	252,749
无形资产	3,792	4,002	4,202	4,538	4,901	赔付支出	43,577	40,522	37,280	36,535	35,804
其他资产	2,069	8,116	7,491	7,040	7,299	保险业务手续费及佣金支出	14,592	10,168	9,761	9,957	10,355
资产总计	1,127,721	1,255,044	1,355,275	1,422,573	1,504,373	银行业务利息支出	0	0	0	0	0
银行及其他金融机构负债	0	0	0	0	0	非保险业务的手续费及佣金支出	0	0	0	0	0
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	2,612	25,877	25,101	24,348	23,617	营业支出合计	206,742	207,804	214,632	219,437	224,538
衍生金融负债	0	0	0	0	0	利润总额	15,638	6,515	15,297	22,786	28,211
应付保费	5,095	3,760	4,324	4,756	5,232	净利润	14,951	9,826	14,593	21,738	26,914
保险合同负债	863,695	970,156	1,057,143	1,120,689	1,188,489	归属于母公司净利润	14,947	9,822	14,593	21,738	26,914
投资合同负债	57,691	69,447	79,864	89,448	98,393	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应付利息	9	22	26	30	33	净利润	14,951	9,826	14,593	21,738	26,914
其他负债	490	484	469	455	442	资产减值准备	2,272	4,958	4,462	4,016	3,614
负债合计	1,019,207	1,152,139	1,247,988	1,320,271	1,396,448	折旧摊销	740	875	980	1,098	1,229
总权益	108,514	102,905	107,286	102,303	107,925	公允价值变动损失	327	1,442	1,009	707	495
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	0	0	0	0	0
每股收益	4.79	3.15	4.67	6.96	8.62	营运资本变动	0	0	0	0	0
每股净资产	34.78	32.98	34.38	32.78	34.59	其它	0	0	0	0	0
每股集团新业务价值	54.91	54.22	62.92	68.62	74.87	经营活动现金流	73,853	89,385	96,536	104,259	112,599
P/E	7.17	10.91	7.35	4.93	3.98	资本开支	551,907	567,504	643,493	691,700	738,737
P/BV	0.98	1.042	1	1.04	0.99	其它投资现金流	445,376	477,034	545,164	597,170	643,190
P/EV	0.62	0.63	0.54	0.50	0.45	投资活动现金流	-106,531	-90,470	-98,328	-94,529	-95,547
集团内含价值增长	8%	-1%	16%	9%	9%	权益性融资	41,159	34,776	37,558	39,436	41,408
新业务价值率	13%	6%	7%	9%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
新业务价值同比	-35%	-59%	36%	33%	31%	支付股利、利息	4,886	5,065	5,116	5,167	5,218
						其它融资现金流	585	22,861	27,433	32,920	39,504
						融资活动现金流	35,241	2,839	5,009	1,349	(3,314)
						现金净变动					
						货币资金的期初余额	12,993	15,459	17,586	20,107	28,821
						货币资金的期末余额	15,459	17,586	20,107	28,821	38,072

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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所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