

新华保险 (601336)

2024 年三季报点评: 价值高增, 利润新高

2024 年 11 月 02 日

买入 (维持)

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002
021-60199761
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书: S0600524060001
wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润 (百万元)	21,500	8,712	20,600	13,543	14,407
同比增长率 (%)	43.8%	-59.5%	136.5%	-34.3%	6.4%
新业务价值 (百万元)	2,423	3,024	4,403	5,065	5,763
新业务价值增长率 (%)	-59.5%	24.8%	45.6%	15.0%	13.8%
EVPS (元/股)	81.9	80.3	93.1	102.1	112.8
P/EV	0.58	0.59	0.51	0.47	0.42

投资要点

- **事件:** 新华保险披露 2024 年三季报, 9M24 累计实现归母净利润为 206.80 亿元, 同比增长 116.7%。业绩符合此前预增公告区间, 系股票市场低位震荡后快速反弹, 总投资收益同比大幅提升。
- **新准则专项分析:** 9M24 公司实现保险服务收入同比下降 10.2% (对应 3Q24 同比下降 6.8%); 我们搭建的承保利润同比下降 1.3% (对应 3Q24 同比增长 8.2%), 主要系长端利率下行放缓合同服务边际 (CSM) 摊销速度, 但 9 月末长端利率翘尾改善 CSM 释放节奏; 我们搭建的投资利差同比扭亏, 是造成当期净利润激增的核心原因, 9M24 公司披露的简单年化总/综合投资收益率为 6.8%/8.1%, 同比+4.5/+5.1pct., 主要系 9 月末权益市场快速上行带动浮盈释放。IFRS9 下, 大量权益投资计入交易性金融资产 (FVTPL), 而其他权益工具 (FVOCI 权益工具) 期末余额达 2227.4 亿元, 占投资资产比例仅为 1.4% (2023 年末分别为 53.70 亿元和 0.4%), 使得公允价值变动损益由 9M23 累计的 -28.62 亿元大幅转正为 9M24 累计的 419.85 亿元, 对当期净利润影响较大, 期末净资产同比下降 15.9% 至 910.39 亿元, 主要系其他综合收益受其他债权投资 (FVOCI 债务工具) 占比较低拖累所致。公司后续将进一步提升 FVOCI 权益/债务工具比例, 以更好实现资产负债匹配。
- **NBV 增速持续跑赢上市同业, 结构持续优化。** 9M24 公司实现 NBV 同比大幅增长 79.2% (1H24 增速: 57.7%, 指向 3Q24 进一步提升), 跑赢主要上市同业平均水平 (太保: 37.9%、国寿: 25.1%、平安: 34.1%; 人保寿险: 113.9%)。归因来看, 其中 9M24 累计新单保费 (长期首年+短期险) 同比下降 11.9%, 但价值率明显改善主要得益于: 1) 公司深化专业化、市场化、体系化改革, 转型发展不断推进, 长年期期交增速较快。9M24 公司十年期及以上期交保费同比增长 21.3%, 个险/银保期缴同比增长 18.8%/6.3%; 2) 多轮预定利率下调后, 公司综合负债成本稳中有降; 3) 9M24 公司退保率为 1.3%, 与上年同期相比下降 0.2 个 pct., 业务品质的改善。根据业绩发布会, 公司后续将进一步多渠道分红型产品布局。
- **9M24 累计个险/银保/团险渠道新单贡献占比为 35.8%/57.6%/6.6%, 银保各季度间均衡发力。** 9M24 公司个险/银保新单同比增速分别为 13.5%/-24.1%, 3Q24 单季个险/银保/团险新单贡献占比为 26.3%/71.3%/2.4%)。公司个险渠道出台新《基本法》, 全面加强基础管理; 启动“XIN 一代”计划, 加快推进绩优队伍建设, 公司 XIN 计划方案优增人数超过 3000 人。3Q24 单季度银保趸交和期缴同比增速分别为 1009.9% 和 130.1%, 主要受“报行合一”落实阶段性影响, 业务节奏策略有所调整, 银保各季度间均衡发力。在银保“1+3”限制放开后, 公司将银保渠道重点聚焦于网点和队伍产能提质工作上。
- **盈利预测与投资评级:** 9 月末我们将新华保险作为板块首推, 兼具“保险股中的券商股”+“逆势底部加仓收获权益浮盈”。因权益市场持续回暖以及 9M24 累计净利润已超过此前预期, 我们上调投资收益和盈利预测, 我们预计 2024-2026 年净利润为 206、135 和 144 亿元 (此前为 196、135 和 144 亿元), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 权益市场和长端利率持续下行, 战略持续成效低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.76
一年最低/最高价	27.35/53.90
市净率(倍)	1.64
流通 A 股市值(百万元)	99,600.58
总市值(百万元)	148,989.55

基础数据

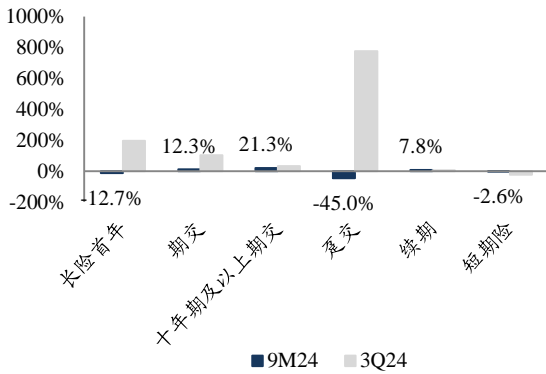
每股净资产(元,LF)	29.18
资产负债率(% ,LF)	94.54
总股本(百万股)	3,119.55
流通 A 股(百万股)	2,085.44

相关研究

- 《新华保险(601336): 国泰君安港股复牌大涨, 或利好公司盈利改善》
2024-10-11
- 《新华保险(601336): 2024 年前三季度业绩预增点评: 净利润同比翻番, 彰显新一届管理层底部权益加仓信心》
2024-10-09

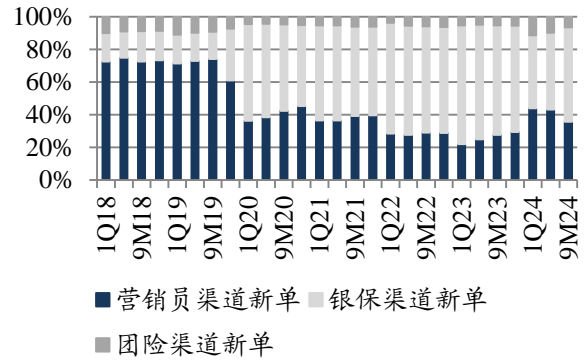
2024-10-09

图1: 新华保险 9M24 累计和 3Q24 单季分项保费增速



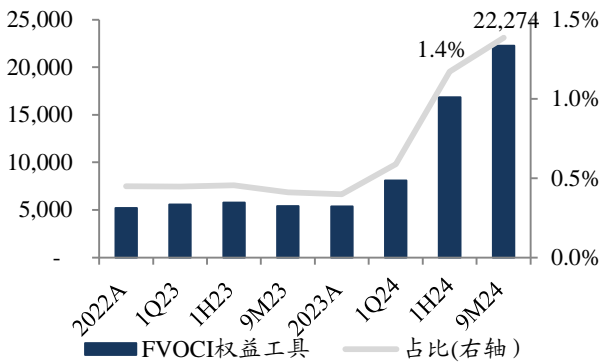
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 新华保险分渠道新单贡献区域均衡 (累计值)



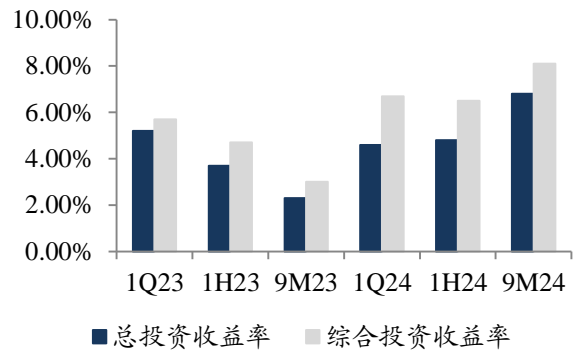
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 其他权益工具余额和占比逐步提升 (百万元, %)



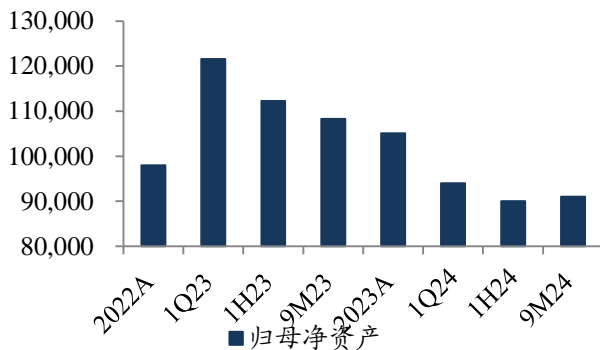
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司简单年化投资收益率同比改善



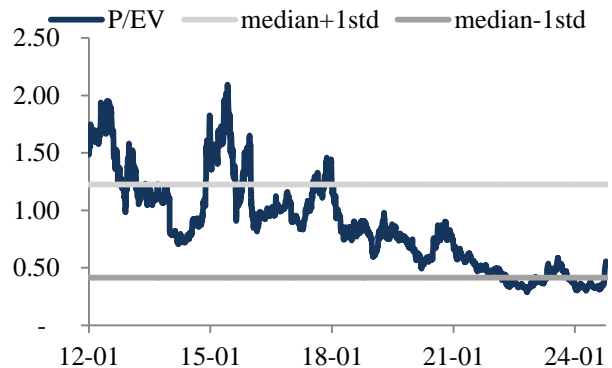
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司期末归母净资产金额同比下降环比提升 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 2022 年末为旧准则数据

图6: 公司估值虽有提升, 但仍处于历史低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 新华保险新准则分析 (累计, 单位: 百万元)

累计值及同比分析	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24	1H24	9M24
保险服务收入	13,558	26,593	39,726	48,045	11,742	23,421	35,658
同比	-4.4%	-6.5%	-5.5%	-15.5%	-13.4%	-11.9%	-10.2%
保险服务成本	-8,928	-17,590	-26,254	-33,252	-7,826	-15,165	-22,514
同比	-0.1%	1.0%	-2.0%	-1.6%	-12.3%	-13.8%	-14.2%
保险服务业绩	4,630	9,003	13,472	14,793	3,916	8,256	13,144
同比	-11.6%	-18.3%	-11.6%	-35.9%	-15.4%	-8.3%	-2.4%
承保利润 ¹	4,485	8,626	12,992	14,026	3,851	8,099	12,824
同比	-13.5%	-22.0%	-17.3%	-41.1%	-14.1%	-6.1%	-1.3%
投资利差 ²	4,175	4,533	-2,202	-6,450	1,724	5,010	14,208
同比	-409.3%	516.7%	-4.1%	-739.9%	-58.7%	10.5%	扭亏
归母净利润	6,917	9,978	9,542	8,712	4,942	11,083	20,680
同比	114.8%	8.6%	-15.5%	-59.5%	-28.6%	11.1%	116.7%
归母综合收益	7,292	1,336	-2,620	-5,863	-11,060	-12,386	-11,361
同比	-5582.7%	-69.6%	-28.1%	-168.1%	-251.7%	-1027.1%	333.6%
归母净资产	121,602	112,286	108,312	105,067	94,002	90,025	91,039
同比	29.7%			7.2%	-22.7%	-19.8%	-15.9%
保险服务毛利率	34.1%	33.9%	33.9%	30.8%	33.4%	35.3%	36.9%
同比	-2.8 个 pct.	-4.9 个 pct.	-2.4 个 pct.	-9.8 个 pct.	-0.8 个 pct.	1.4 个 pct.	2.9 个 pct.
合同服务边际		171,364		169,004		171,829	
较年初		-2.3%		-3.6%		1.7%	
合同服务边际/ 保险合同负债		15.5%		14.7%		13.6%	
同比				-2.6 个 pct.		-2 个 pct.	
ROE-非年化(披露值)	5.9%	8.7%	8.5%	7.9%	5.0%	11.2%	21.0%
同比	2.4 个 pct.	-0.9 个 pct.	-4 个 pct.	-14.5 个 pct.	-0.9 个 pct.	2.5 个 pct.	12.5 个 pct.
ROAE (测算)	6.3%	9.5%	9.3%	8.6%	5.0%	11.4%	21.1%
同比				-13.8 个 pct.	-1.3 个 pct.	1.9 个 pct.	11.8 个 pct.
FVOCI 权益工具	5,559	5,786	5,420	5,370	8,102	16,844	22,274
占比	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%	1.2%	1.4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

¹ 注: 承保利润=保险服务收入-(保险服务费用+(分出保费的分摊-摊回保险服务费用)+提取保费准备金);

² 注: 投资利差=利息收入+投资收益+公允价值变动+汇兑损益-承保财务净损益-利息支出-信用减值损失

表2: 新华保险新准则分析(单季, 单位: 百万元)

新准则分析-单季	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
保险服务收入	13,558	13,035	13,133	8,319	11,742	11,679	12,237
同比	-4.4%	-8.6%	-3.4%	-43.9%	-13.4%	-10.4%	-6.8%
保险服务成本	-8,928	-8,662	-8,664	-6,998	-7,826	-7,339	-7,349
同比	-0.1%	2.1%	-7.6%	0.1%	-12.3%	-15.3%	-15.2%
合同保险服务业绩	4,630	4,373	4,469	1,321	3,916	4,340	4,888
同比	-11.6%	-24.3%	5.7%	-83.2%	-15.4%	-0.8%	9.4%
承保利润 ³	4,485	4,141	4,366	1,034	3,851	4,248	4,725
同比	-13.5%	-29.5%	-6.3%	-87.2%	-14.1%	2.6%	8.2%
投资业绩 ⁴	4,175	358	-6,735	-4,248	1,724	3,286	9,198
同比	-409.3%	-82.8%	122.2%	-228.6%	-58.7%	817.9%	-236.6%
归母净利润	6,917	3,061	-436	-830	4,942	6,141	9,597
同比	114.8%	-48.7%	-120.7%	-108.1%	-28.6%	100.6%	-2301.1%
归母综合收益	7,292	1,336	-2,620	-5,863	-11,060	-12,386	-11,361
同比	-5582.7%	-69.6%	-28.1%	-168.1%	-251.7%	-1027.1%	333.6%
归母净资产	121,602	112,286	108,312	105,067	94,002	90,025	91,039
同比	29.7%			7.2%	-22.7%	-19.8%	-15.9%
保险服务毛利率	34.1%	33.5%	34.0%	15.9%	33.4%	37.2%	39.9%
同比	-2.8 个 pct.	-7 个 pct.	2.9 个 pct.	-37 个 pct.	-0.8 个 pct.	3.6 个 pct.	5.9 个 pct.
合同服务边际		171364		169004		171829	
较年初		-2.3%		-3.6%		1.7%	
合同服务边际/ 保险合同负债		15.5%		14.7%		13.6%	
同比				-2.6 个 pct.		-2 个 pct.	
ROAE	6.3%	2.9%	-0.4%	-0.8%	5.0%	6.3%	9.8%
同比				-11.5 个 pct.	-1.3 个 pct.	3.4 个 pct.	10.2 个 pct.

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

³ 注: 承保利润=保险服务收入-(保险服务费用+(分出保费的分摊-摊回保险服务费用)+提取保费准备金);

⁴ 注: 投资利差=利息收入+投资收益+公允价值变动+汇兑损益-承保财务净损益-利息支出-信用减值损失

表3: 沪深 300 指数上涨 20%对 A 股上市险企业绩静态影响测算

单位: 百万元	平安	国寿	太保	新华	人保	合计
资产端影响						
1H24 保险资金可投资资产	5,203,251	6,086,485	2,456,027	1,438,991	1,531,827	16,716,581
合计股票余额占比	6.38%	7.26%	9.01%	10.03%	2.94%	7.08%
其中: 交易性金融资产 FVTPL 股票余额	125,895	407,595	175,270	127,474	26,773	863,007
上涨 20%影响	25,179	81,519	35,054	25,495	5,355	172,601
其中: 其他权益工具 FVOCI 中股票余额	206,035	34,144	45,982	16,824	18,214	321,199
上涨 20%影响	41,207	6,829	9,196	3,365	3,643	64,240
负债端影响						
非寿险业务资产占比	12.0%	0.0%	15.0%	0.0%	60.0%	8.4%
寿险业务可投资资产影响幅度	58,420	88,348	37,613	28,860	3,599	216,839
存量分红险和万能险比例	60%	40%	45%	40%	40%	46%
分红实现率	70%	70%	70%	70%	70%	70%
剔除分红险和万能险负债端影响	-24,536	-24,737	-11,848	-8,081	-1,008	-70,210
非寿险业务可投资资产影响幅度	7,966	0	6,638	0	5,398	20,002
结果分析						
对集团内含价值净影响	41,850	63,610	32,402	20,779	7,990	166,631
1H24 末集团内含价值	1,476,108	1,404,536	568,766	268,368	296,284	4,014,062
对期末内含价值影响	2.84%	4.53%	5.70%	7.74%	2.70%	4.15%
对集团净利润净影响	15,873	58,694	25,668	18,356	4,755	121,435
2023 年末静态归母净利润	87,575	35,541	23,149	9,542	20,503	176,310
对期末净利润影响	47.8%	179.0%	140.0%	217.8%	39.0%	94.5%
对净资产净影响	41,850	63,610	32,402	20,779	7,990	166,631
1H24 末静态净资产	931,208	493,834	267,310	90,025	253,020	2,035,397
对期末归母净资产影响	4.49%	12.88%	12.12%	23.08%	3.16%	8.19%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表4: 新华保险利润表 (新准则下对 2022 年数据进行重述)

单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业收入	108,048	71,547	122,452	80,501	85,637
保险服务收入	56,878	48,045	81,539	57,030	60,031
利息收入	32,001	32,268	43,820	28,808	30,645
投资收益	19,037	-3,775	10,406	6,841	7,277
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-18	-639	-448	-294	-313
公允价值变动损益	-1,442	-6,124	-5,159	-3,391	-3,608
汇兑收益	452	113	385	253	269
其他收益	99	62	110	72	77
其他业务收入	1,023	958	1,351	888	945
二、营业支出	-85,961	-66,003	-103,613	-68,115	-72,461
保险服务费用	-33,789	-33,252	-55,710	-40,050	-41,967
分出保费的分摊	-1,168	-2,448	-2,465	-1,621	-1,724
减: 摊回保险服务费用	1,874	1,681	2,424	1,593	1,695
承保财务损失	-43,129	-26,800	-47,679	-31,345	-33,344
减: 分出再保险财务收益	220	261	328	216	229
利息支出	-1,173	-2,086	-2,222	-1,461	-1,554
税金及附加	-100	-95	-133	-87	-93
业务及管理费	-3,124	-2,370	-3,746	-2,463	-2,620
信用减值损失	不适用	-307	-419	-275	-293
资产减值损失	-4,958	-	-6,761	-4,445	-4,728
其他业务成本	-614	-587	-819	-538	-573
三、营业利润	22,087	5,544	18,839	12,385	13,175
营业外收入	98	68	113	74	79
营业外支出	-106	-97	-138	-91	-97
四、利润总额	22,079	5,515	18,814	12,369	13,158
所得税费用	-575	3,201	1,790	1,177	1,252
五、净利润	21,504	8,716	20,605	13,546	14,410
归属于母公司股东的净利润	21,500	8,712	20,600	13,543	14,407

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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>