



新华保险 (601336.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

资产端高弹性的寿险标的

投资逻辑

资产端高弹性寿险标的, 股市向上反弹叠加低基数, 有望带来 25Q1 利润较好增长, 叠加开门红表现较好, 有望迎来 β 行情。

负债端: 专业化市场化改革的新战略, 转型举措向其他头部险企靠齐。 队伍方面, 推出新“基本法”, 以绩优个人、绩优组织为主线, 强调个人能力提升, 有望推动人均产能继续提升, 2024H1 公司代理人月人均产能为 1 万元, 平安、国寿、太保均在 2 万以上; 服务方面, 先后推出“新华尊”会员私享服务体系、“新华安”居家养老服务体系等服务品牌矩阵, 填补了相关服务领域的空白。

资产端: β 弹性显著高于同业。 公司权益弹性较高体现在三个方面: 一是权益配置比例高于其他公司, 剔除优先股后, 2024H1 新华股票+基金配置比例为 17.6%, 平安、太保、国寿、太平分别为 10.8%、11.6%、11.8%、12.6%; 二是权益配置中, 2024H1 新华接近 90% 的股票和全部基金计入 FVTPL 账户, 仅次于国寿的 92.3%, 同期平安、太保、太平分别为 37.9%、79.2%、66.3%; 三是通过“(股票+基金)/归母净资产”计算的权益杠杆高, 截至 2024H1 新华权益杠杆高达 2.89, 同期平安、国寿、太保、太平分别为 0.60、1.45、1.07、2.37。假设权益市场上涨 5% (负债端吸收 50%), 对 2024H1 利润增速贡献为 39%。投资收益率方面, 受非标资产大量到期 (占比从 2016 年的 33.2% 下降至 2024H1 的 9.8%) 与长债配置偏低 (总体呈提升趋势, 从 2016 年的 35.7% 提升至 2024H1 的 49.1%, 其他寿险公司 55% 以上) 双重因素影响, 净投资收益率下滑较快; 由于权益配置比例高, 风格较为灵活, 总投资收益率弹性较高。2024H1 新华年化净投资收益率同比-0.2pct 至 3.2%, 总投资收益率同比+1.1pct 至 4.8%; 2024Q1-3 年化总投资收益率 6.8%, 年化综合投资收益率 8.1% (包括 FVOCI 债权变动), 同比+5.1pct。

盈利预测、估值和评级

我们预测, 2024/2025/2026 年公司新业务价值为 64.8/68.5/74.0 亿元, 同比+114%/+6%/+8%, 归母净利润 250.4/169.4/203.1 亿元, 同比+187%/-32%/+20%。公司负债端开门红表现优于同业, 资产端权益弹性高, 分别给予 A/H 股 0.72、0.44XPEV, 对应目标价分别为 66.51 元、43.95 港元。当前公司内含价值大幅折价, 2025 年 A/H 股 PEV 估值隐含的长期投资收益率假设仅为 2.0%、0.7%, 测算 3.5% 投资收益率假设下 2025 年合理估值为 0.89XPEV, A/H 股较当前分别存在 75%、250% 左右空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

长端利率超预期下行; 前端销售不及预期; 权益市场波动。

国金证券研究所

分析师: 夏昌盛 (执业 S1130524020003)

xiachangsheng@gjzq.com.cn

分析师: 舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师: 杨佳妮 (执业 S1130524040002)

yangjian@gjzq.com.cn

分析师: 黄佳慧 (执业 S1130525010001)

huangjiahui@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 51.28 元

目标价 (人民币): 66.51 元



公司基本情况 (人民币)

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(亿元)	1,080.48	715.47	1,340.24	1,189.25	1,283.45
营业收入增长率		-33.78%	87.32%	-11.27%	7.92%
归母净利润(亿元)	215.00	87.12	250.41	169.38	203.13
归母净利润增长率		-59.48%	187.43%	-32.36%	19.93%
新业务价值(亿元)	24.23	30.24	64.76	68.54	74.03
新业务价值增长率		-59.48%	65.04%	114.14%	5.85%
每股收益(元)	6.89	2.79	8.03	5.43	6.51
P/E	7.44	18.36	6.39	9.45	7.88
每股内含价值(元)	81.92	80.29	91.99	101.72	111.00
P/EV	0.63	0.64	0.56	0.50	0.46
每股净资产(元)	31.40	33.68	30.96	36.04	41.88
P/B	1.63	1.52	1.66	1.42	1.22

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：汇金系控股国资寿险公司.....	4
1.1 公司简介：汇金系控股国资寿险公司.....	4
1.2 管理团队：核心管理层来自中投系及内部提拔.....	4
1.3 业绩表现：净利润受资产端影响波动较大，NBV 重回增长周期.....	5
1.4 股东回报：分红比例延续 30%以上，利润大幅增长下分红预计稳步增长.....	6
二、负债端：两次战略转变，迈向专业化转型.....	6
2.1 2016-2018 价值转型，聚焦期交、健康险.....	6
2.2 2019 年-2022 年的“二次腾飞”战略.....	9
2.3 2023.8 至今：专业化市场化改革的新战略，转型举措向其他头部险企靠齐.....	11
三、资产端：权益杠杆极高，对股市波动敏感.....	11
四、盈利预测与投资建议.....	14
五、风险提示.....	15

图表目录

图表 1：新华保险前十大股东.....	4
图表 2：新华高管介绍.....	4
图表 3：历年归母净利润情况.....	5
图表 4：历年 NBV 情况.....	5
图表 5：历年内含价值情况.....	5
图表 6：新华保险分红比例维持在 30%以上.....	6
图表 7：受利润下滑影响近两年新华每股分红下滑（元）.....	6
图表 8：新华历年战略变化.....	6
图表 9：新华首年期交保费及同比增速.....	7
图表 10：新华期交保费占新单比例.....	7
图表 11：新华新单/续期保费情况.....	7
图表 12：新华健康险占新单保费比例.....	7
图表 13：新华个险新单保费结构.....	7
图表 14：新华个险代理人规模.....	7
图表 15：上市公司个险代理人规模对比（万人）.....	8
图表 16：新华新业务价值及增速.....	8
图表 17：新华新业务价值率.....	8
图表 18：上市险企新业务价值率对比.....	8
图表 19：新华保险保费收入市占率及市场排名.....	9



图表 20: 新华保险“1+2+1”战略构想	9
图表 21: 代理人&合格代理人情况	10
图表 22: 代理人产能变化	10
图表 23: 新华人均代理人产能低于其他公司 (单位: 元/人/月)	10
图表 24: 新单保费渠道结构	10
图表 25: NBV 渠道结构	10
图表 26: 2019-2022 年 NBV 复合增速	11
图表 27: 2019-2024H1NBV 及 margin 表现	11
图表 28: 新华资产配置	12
图表 29: 保险公司大类资产配置对比	12
图表 30: 2024H1 上市险企权益配置比例对比	13
图表 31: 上市险企权益杠杆对比	13
图表 32: 保险公司股票配置账户分类 (2024H1)	13
图表 33: 各保险公司利润对股市的弹性测算	13
图表 34: 上市险企净投资收益率	14
图表 35: 上市险企总投资收益率	14
图表 36: 新华保险可比估值表	14
图表 37: 保险公司当前估值隐含投资收益率较为悲观	15



一、公司概况：汇金系控股国资寿险公司

1.1 公司简介：汇金系控股国资寿险公司

新华保险成立 29 载，系汇金系控股国资公司。1996 年 9 月，新华保险在北京成立；2009 年，中央汇金成为新华控股股东，截至 2024H1，汇金公司持股比例 31.34%，连同其通过全资子公司中央汇金资管公司的持股（0.91%），合计 32.25%，中央汇金为国有独资公司，根据国务院授权，对国有重点金融企业进行股权投资，不干预控股企业的日常经营；新华第二大股东为宝武钢铁，持股 12.09%，连同其全资子公司华宝投资的持股（1.94%），合计 14.03%。

图表1：新华保险前十大股东

排名	股东名称	股东性质	持股数量（万股）	占股本总比例（%）
1	中央汇金投资有限责任公司	国家	97,753	31.34
2	香港中央结算(代理人)有限公司	境外法人	97,270	31.18
3	中国宝武钢铁集团有限公司	国有法人	37,716	12.09
4	中国证券金融股份有限公司	国有法人	9,334	2.99
5	华宝投资有限公司	国有法人	6,050	1.94
6	香港中央结算有限公司	境外法人	4,396	1.41
7	中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	2,825	0.91
8	华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	其他	1,535	0.49
9	科华天元(天津)商业运营管理有限公司	境外法人	1,150	0.37
10	易方达沪深 300 交易型开放式指数发起式证券投资基金	其他	1,051	0.34
	合计		259,081	83.05

来源：wind，国金证券研究所

1.2 管理团队：核心管理层来自中投系及内部提拔

新华保险董事长杨玉成、副总裁秦泓波、总裁助理李文峰、刘智勇均来自于中投系公司；总裁兼财务负责人龚兴峰、主管个险的副总裁王练文、主管运营的总裁助理刘琛为内部提拔，业务经验丰富。

图表2：新华高管介绍

领导	职位	简介
杨玉成	党委书记、董事长	自 2023 年 12 月起担任公司执行董事、董事长，自 2023 年 8 月起担任本公司党委书记。2008-2023 任职于申万宏源，历任申万宏源党委委员、监事长、党委副书记、执行董事、总经理等职。
龚兴峰	执行董事、总裁及财务负责人	自 2024 年 12 月起担任本公司执行董事、总裁及财务负责人。自 1999 年 1 月加入公司，历任精算部总经理助理、核保核赔部副总经理、客户服务部总经理、首席精算师、总裁助理、副总裁兼总精算师、董事会秘书，并曾任新华资产投资业务负责人、监事会主席，新华养老董事、总精算师等职，加入公司前曾任职央行、原保监会。
秦泓波	副总裁、新华资产董事长	自 2024 年 11 月起担任新华资产董事长，自 2024 年 5 月起担任新华资产党委书记。于 2021 年 9 月加入公司，自 2021 年 11 月起担任新华保险副总裁，2022 年 9 月至 2024 年 5 月兼任新华保险首席风险官。秦先生曾任中国再保险（集团）发展改革部总经理、职工代表监事、董事会办公室主任、战略发展部总经理、战略总监、新闻发言人等职，曾兼任中国大地财产保险监事、董事、副总经理，中国人寿再保险董事，中国再保险（香港）董事。
王练文	副总裁（主管个险）	自 2022 年 12 月起担任副总裁，自 2017 年 2 月至 2022 年 12 月担任总裁助理，自 2019 年 9 月至 2022 年 7 月兼任浙江分公司总经理。自 2010 年 5 月加入公司以来，历任法人业务总监、公司总监兼西北区域总经理兼陕西分公司总经理、公司总裁助理兼新华养老副总经理兼浙江分公司临时负责人等职务。
李文峰	总裁助理	自 2024 年 2 月起担任公司总裁助理，2024 年 3 月起兼任新华养老党委书记，2024 年 7 月起兼任新华



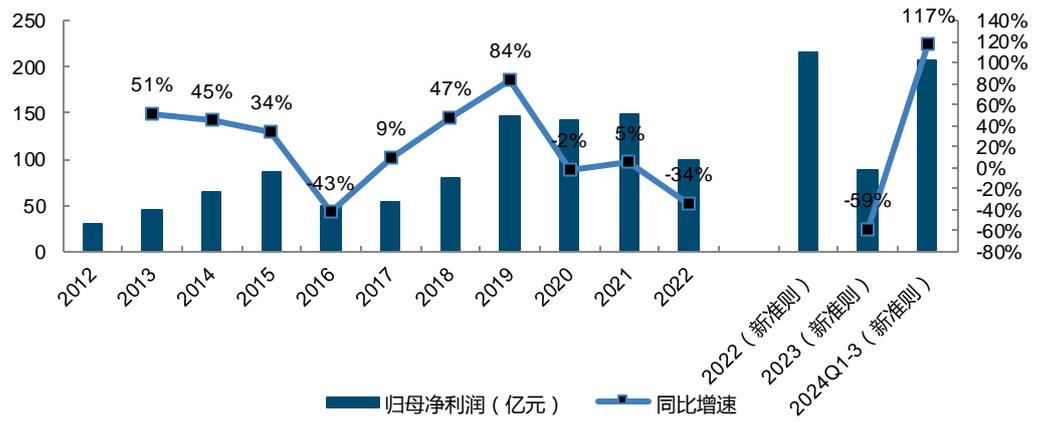
领导	职位	简介
		养老董事长。自 2019 年 2 月至 2023 年 12 月，历任汇金公司证券机构管理部 / 保险机构管理部高级副经理、直管企业领导小组办公室 / 股权管理二部机构三处处长、高级经理等职务。2009 年 9 月至 2019 年 2 月，曾任中投公司监事会办公室 / 内审部经理、办公室 / 董事会办公室 / 党委办公室高级副经理。
刘琛	总裁助理	自 2024 年 3 月起担任公司总裁助理，并兼任收展部总经理。曾任公司总监、客户服务部总经理、保费部总经理、客户服务部 / 消费者权益保护部总经理等职。
刘智勇	总裁助理	自 2024 年 3 月起担任总裁助理，现任公司党委组织部部长，兼新华党校副校长、新华保险干部研修院常务副院长。曾任中投公司人力资源部高级经理、研究规划组组长，汇金公司证券机构管理部 / 保险机构管理部派出监事，公司人力资源部总经理。

来源：公司官网，国金证券研究所

1.3 业绩表现：净利润受资产端影响波动较大，NBV 重回增长周期

2012-2022 年间新华归母净利润复合增速 12.8%，年度间波动较大，主要由投资端波动带来，并且公司权益配置比例、权益杠杆高于其他 A 股上市公司。2023 年公司实行新准则，在新金融工具准则下，投资端波动对利润的影响进一步放大。2024 年，权益市场同比大幅好转，公司公告预计 2024 年归母净利润 239.58-257 亿元，同比增长 175%-195%，其中 Q4 单季实现归母净利润 32.8-50.2 亿元（去年同期为-8.3 亿元）。

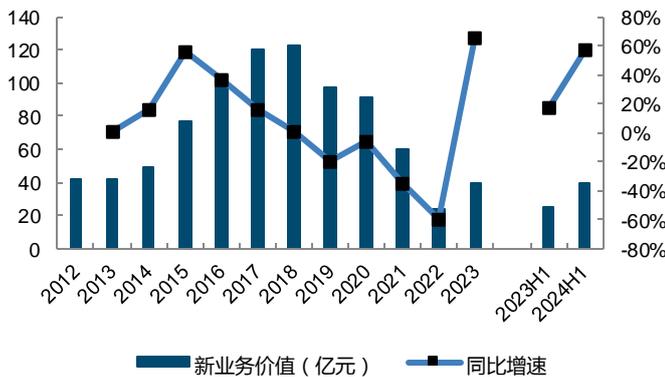
图表3：历年归母净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

新华 NBV 增速自 2019 年来历经 4 年深度下滑，从 2018 年来的 122 亿元下降至 2022 年的 24 亿元，复合负增-33%，2023 年-2024Q3 在低基数+储蓄险热销实现高位反弹，同比增速分别为 65%、79%。EV 受投资负偏差影响、叠加 NBV 贡献下降，2021 年来 EV 增长下滑至个位数，2024 年受益于正投资偏差，预计有望实现双位数增长。

图表4：历年 NBV 情况



图表5：历年内含价值情况



来源：公司公告，国金证券研究所

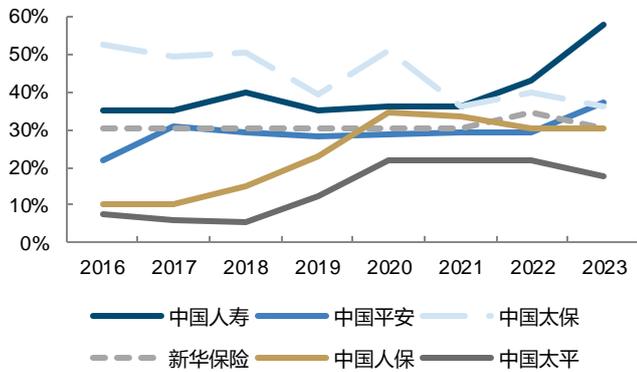
来源：公司公告，国金证券研究所 注：2023 年为 4.5% 投资收益率假设



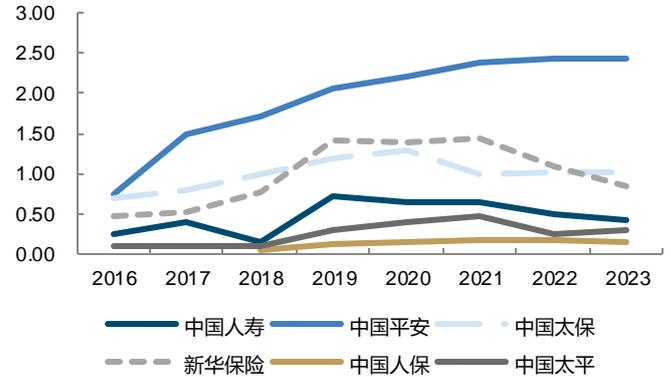
1.4 股东回报：分红比例延续 30%以上，利润大幅增长下分红预计稳步增长

公司作为国有保险公司，近几年分红比例始终维持在 30%以上，2019-2021 年每股分红维持稳定，2022-2023 年受利润大幅负增长影响有所下滑，预计随着权益市场好转叠加新“国九条”对上市公司现金分红稳定性、持续性和可预期性的引导，2024 年开始分红额有望稳步提升。

图表6：新华保险分红比例维持在 30%以上



图表7：受利润下滑影响近两年新华每股分红下滑（元）



来源：各公司年报、wind、国金证券研究所 注：平安为营运利润口径

来源：各公司年报，国金证券研究所 注：太平为港元

二、负债端：两次战略转变，迈向专业化转型

新华保险的战略变动与管理层变动密切相关，2016-2022 年经历了健康险转型、二次腾飞两次大的战略转变，2023 年新任管理层开启了专业化市场化改革，进入新的发展阶段。

图表8：新华历年战略变化

2016.3-2018

价值转型，聚焦期交、聚焦健康险

- 大力发展长期健康险业务，压缩趸交，期缴占比持续提升。公司健康险新单占新单保费比例从2015年的15%提升至2018年的60%，期交新单占比从32%提升至79%。
- 坚持“健康入海”转型，未做人力大幅扩张。这一时期规模人力增速相对较低，2016-2017年增速分别为9.0%、6.1%，远低于行业的39.5%、22.8%。
- 自2016年开启转型来，新华产品结构、渠道结构持续优化，价值率大幅提升，在2018年领先内地同业。但也错过了人力大增长的红利期，保费市占率下滑。

2019-2023.8

规模价值同步增长，个险跃进与银保重返

- “二次腾飞”全新战略：地位稳定第一梯队、资产突破万亿平台、规模价值同步增长和产业协同发挥效能。
- 主要策略为个险跃进与银保重返。1) 2019年猛补代理人，以弥补上一轮增员红利的错失。2019-2020年代理人增速分别为+37%、+19.5%，逆势的人海战术不可持续，自2021年起代理人开始快速下滑，现在人力规模还未结束下行。2) 将银保渠道提到了更加重要的位置，定位为“贡献规模，兼顾价值”，以银保渠道补量个险，驱动银保新单贡献由2018年的18%提升至2023年的65%，2019年开始大量投放银行趸交，从2018年的0.04亿提升至23年的166亿。
- 受产品结构（健康险新单占比由2018年的60%降至23年的10%）与渠道结构（个险新单占比由2018年的73%降至23年的29%）双重切换影响价值率大幅下滑，从2018年的48%下滑至23年的9%。

2023.8-至今

专业化、市场化转型

- 加强区域市场机构战略布局
- 推动专业队伍建设布局，去年进行了基本法转型
- 以客户为中心，开展客户分层管理，围绕高端客户需求建立高客服务体系
- 深化体制机制改革，在下一步精细化管理过程中建立绩优导向的考核机制，在干部队伍建设上按照市场化原则能上能下

来源：公司公告，国金证券研究所

2.1 2016-2018 价值转型，聚焦期交、健康险

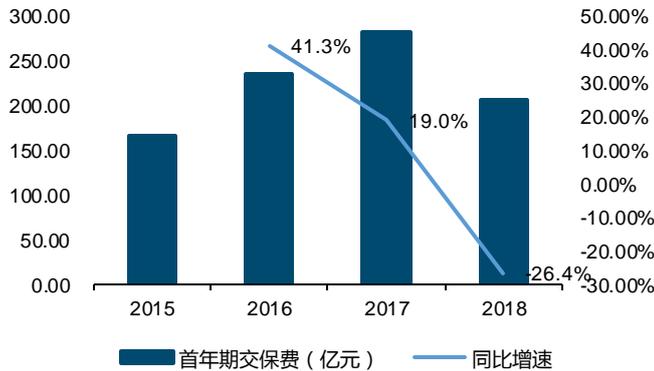
万峰于 2016 年 3 月任新华董事长，并为新华人寿制定了“五年规划”价值转型战略方案，进行业务结构调整，提出聚焦长期期缴业务和保障型产品，砍掉见效快但不利于长期发展的趸交业务，致力于建立续期拉动发展、保障型带动价值率提升的业务模式。自 2016 年开启转型来，新华产品结构、渠道结构持续优化，新业务价值率领先同业。

转型期间，公司砍掉趸交业务，聚焦长期期交业务和保障型产品，致力于建立续期拉动增长模式。(1) 砍掉银保趸交，聚焦期交业务，银保趸交从 2016 年的 200 亿锐减至 2017 年-2018 年的 0.4 亿、0.04 亿，总期缴占总新单保费比例提升至 2017 年的 87%、2018 年的 78%，续期保费对总保费的拉动效用持续显现。(2) 公司以健康险为核心，将全部资源集中在健康险业务。主险专注重疾险，附加险策略满足客户多元保障，推出拳头产品健康无忧、多倍保，实现健康险业务高速增长。公司健康险新单占新单保费比例从 2014 年的

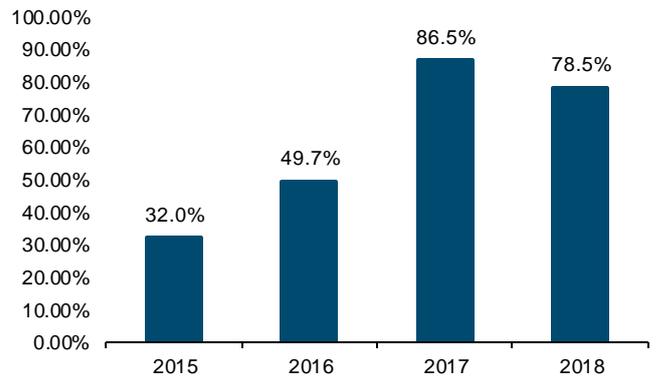


12%提升至60%。

图表9：新华首年期交保费及同比增速



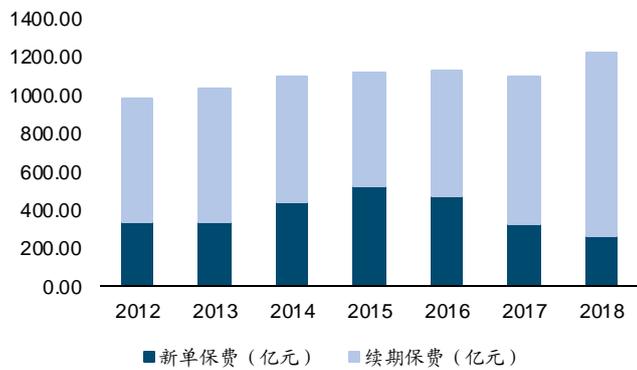
图表10：新华期交保费占新单比例



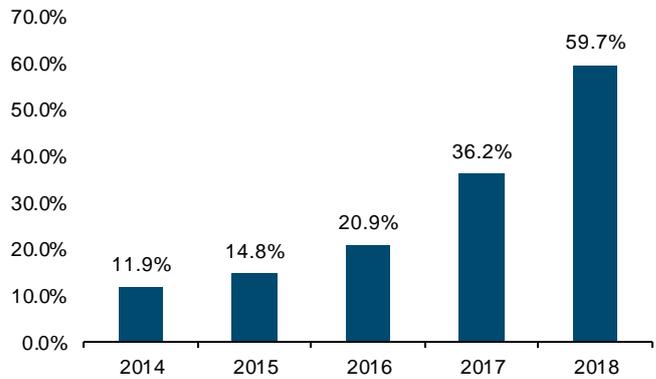
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：新华新单/续期保费情况



图表12：新华健康险占新单保费比例

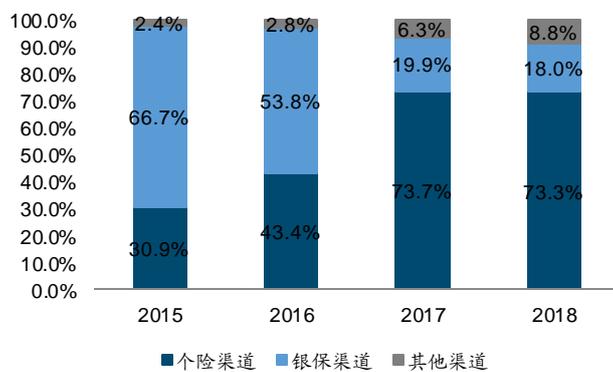


来源：公司公告，国金证券研究所

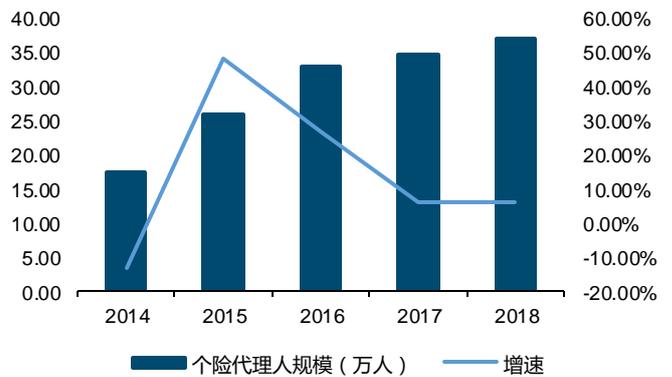
来源：公司公告，国金证券研究所

个险业务坚持高质量队伍发展，占比稳步提升，银保趸交持续收缩。2016年以来公司推动渠道结构转型，大力发展个险业务。但公司并未跟随其他公司，凭借着“人口红利”和“政策放开”大力扩张人力规模，而是在队伍建设上始终坚持“健康人海”转型，规模人力增速相对较低，其中2016-2017年增速分别为9.0%、6.1%，远低于行业的39.5%、22.8%。另一方面，公司持续收窄银保趸交业务，使得个险新单贡献稳步提升，自2015年的30.9%提升至2018年的73.3%。

图表13：新华个险新单保费结构



图表14：新华个险代理人规模

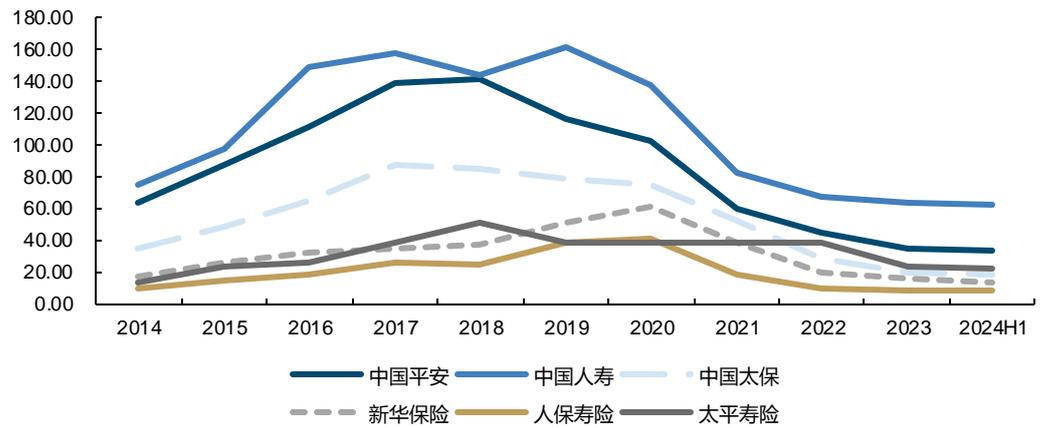


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所



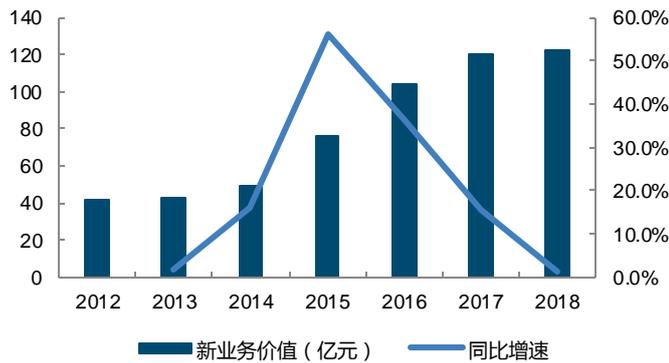
图表15: 上市公司个险代理人规模对比 (万人)



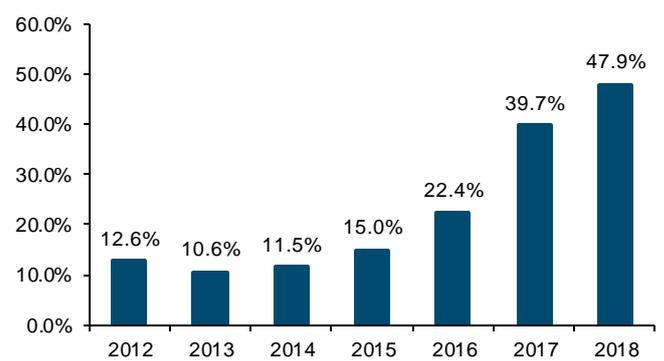
来源: 公司公告, 国金证券研究所

业务结构、渠道结构的变化带来价值率大幅提升, 新业务价值高速增长。2016-2018年NBV复合增速+18%, 主要由价值率提升带来, 价值率由2015年的15.0%同比+32.9pct至47.9%, 由2015年的远低于平安、太保, 至2018年实现赶超。公司NBV表现较好主要得益于, 公司价值转型下大力发展健康险产品, 优化产品与渠道结构, 推动业务质量改善。

图表16: 新华新业务价值及增速



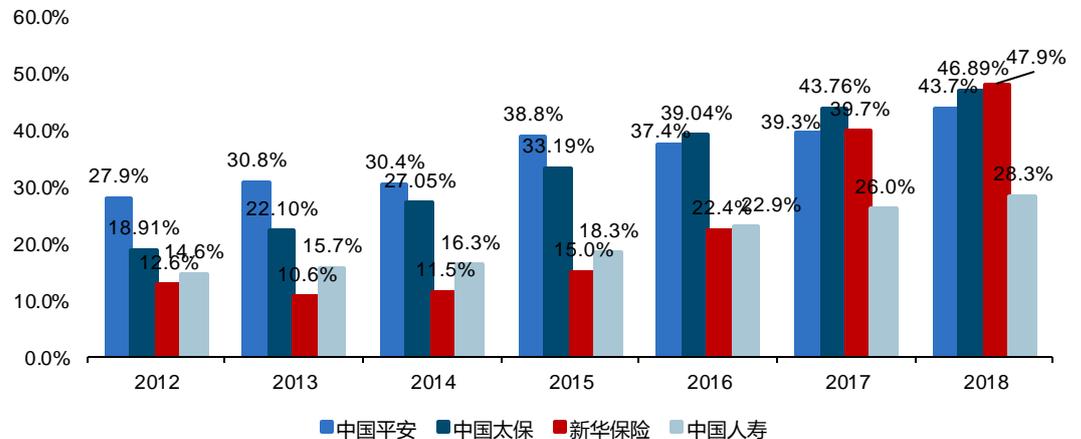
图表17: 新华新业务价值率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表18: 上市险企新业务价值率对比



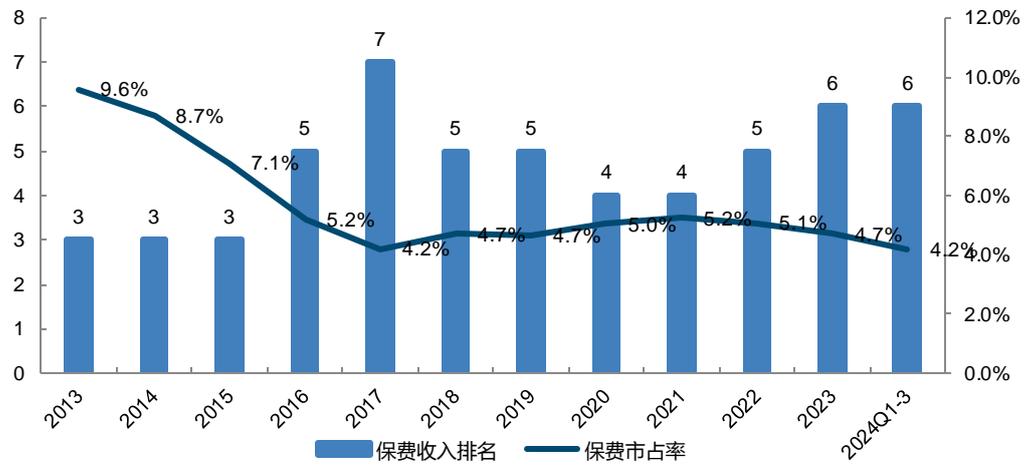
来源: 公司公告, 国金证券研究所

但新华保险此轮转型面临转型阵痛, 趸交保费减少致使公司整体营收规模下降, 2017年



公司市场份额由 2016 年的 5.2% 降至 4.2%，市场排名降至第 7 位，并于 2018 年第一次跌出世界 500 强，面临较大的改革阻力。2019 年 1 月万峰辞去新华人寿董事长职务。

图表19：新华保险保费收入市占率及市场排名



来源：各公司公告，国金证券研究所

2.2 2019 年-2022 年的“二次腾飞”战略

2019 年 8 月，新华保险首席执行官李全履职，提出“二次腾飞”全新战略。具体而言，就是“地位稳定第一梯队、资产突破万亿平台、规模价值同步增长和产业协同发挥效能”。并表示，在未来三至五年内，公司将依托保险主业，服务整体“1+2+1”发展战略（“1”是寿险主业；“2”是财富管理和康养产业；另一个“1”是科技赋能），调整资金来源结构，打造统一财富管理平台。

图表20：新华保险“1+2+1”战略构想

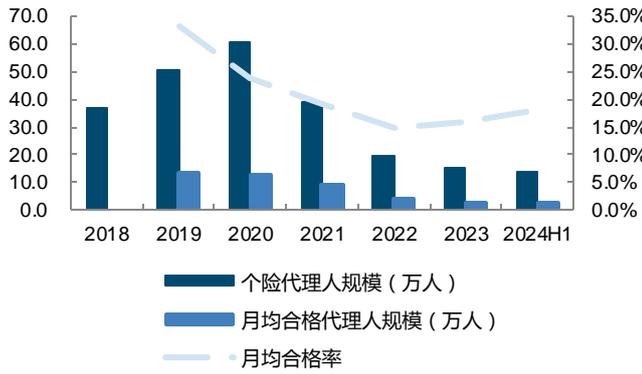


来源：公司公告，国金证券研究所

寿险主业方面，“二次腾飞”战略下的主要策略为个险跃进与银保重返。个险渠道自 2019 年猛补代理人，以弥补上一轮增员红利的错失。公司推进个险渠道改革，加大投入猛补代理人，2019-2020 年公司代理人增速分别为+37.0%、+19.5%，并设立东西南北四个销售中心，利用区域统筹发挥各自优势，缩小管理半径，增强政策执行力和市场敏锐度。但自 2021 年起，受代理人的能力和圈层与客户对于专业化服务的需求不匹配的行业性影响，新华代理人也开始出现大规模下滑，至 2024H1 已降至 13.9 万（仅为最高点 2020 年末的 1/4 不到），月均合格人力从 2019 年的 13.3 万人降至 2.7 万，月均合格率也从 2019 年的 33% 降至 18%。但随着居民储蓄需求提升下储蓄险的热销与代理人清虚成效的显现，自 2021 年起，新华代理人月均综合产能已显示出回升态势，其中 2022 年同比+18.8%至 3237 元、2023 年同比 94.4%至 6294 元，但横向对比，产能仍低于其他保险公司，有较大提升空间。



图表21: 代理人 & 合格代理人情况



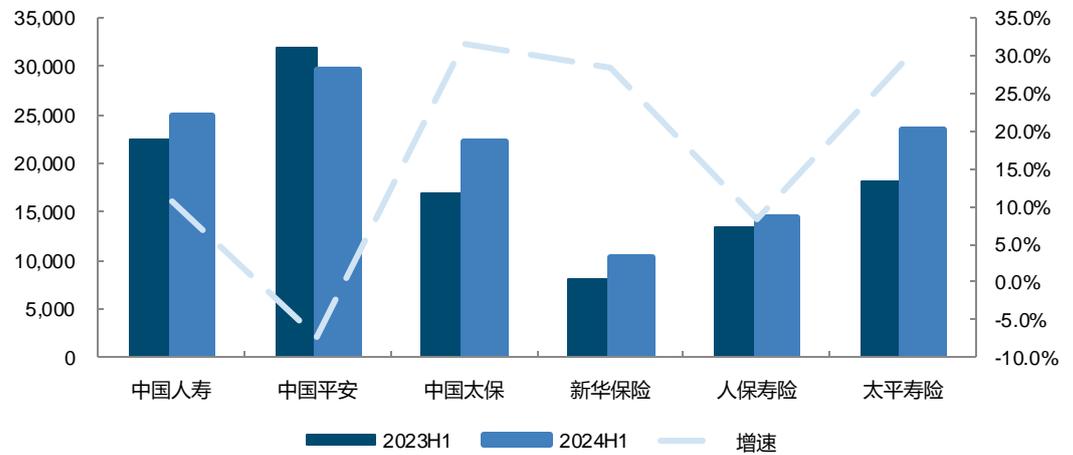
图表22: 代理人产能变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

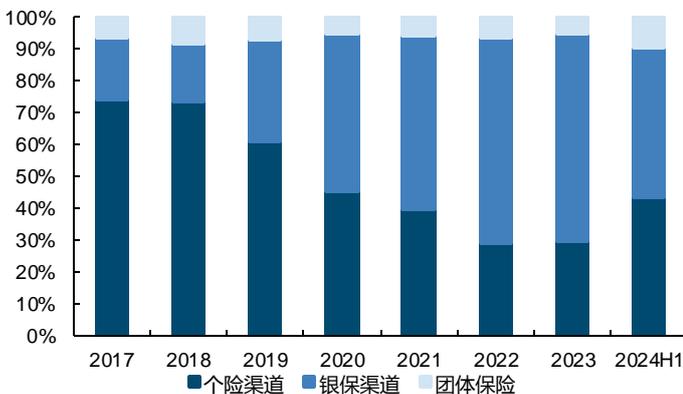
图表23: 新华人均代理人产能低于其他公司 (单位: 元/人/月)



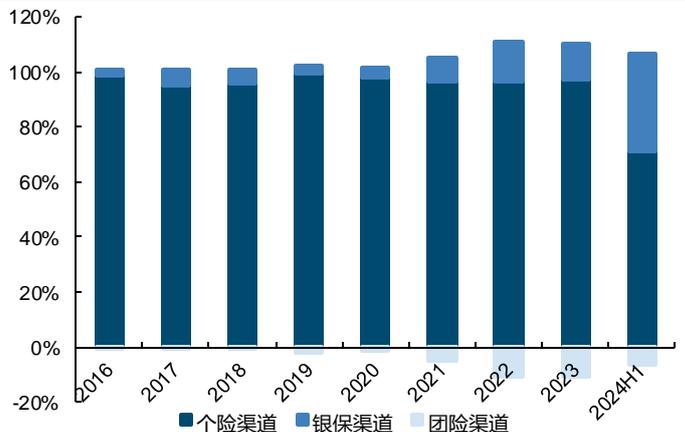
来源: 公司公告, 国金证券研究所

银保渠道, 践行价值银保战略, 实现银保正价值贡献。公司将银保渠道提到了更加重要的位置, 定位为“贡献规模, 兼顾价值”, 以银保渠道补量个险, 驱动银保渠道新单贡献由2018年的18%提升至2022年的65%, 同时, 公司通过压降成本, 实现了银保渠道的正价值贡献, 截至2022年, 银保渠道NBV贡献已高至14%。报行合一之后, 银保渠道价值率大幅提升, 预计将贡献更大价值。

图表24: 新单保费渠道结构



图表25: NBV 渠道结构



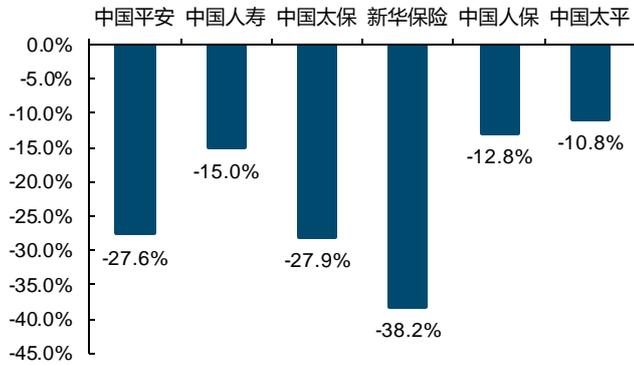
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 2023年为4.5%投资收益率假设

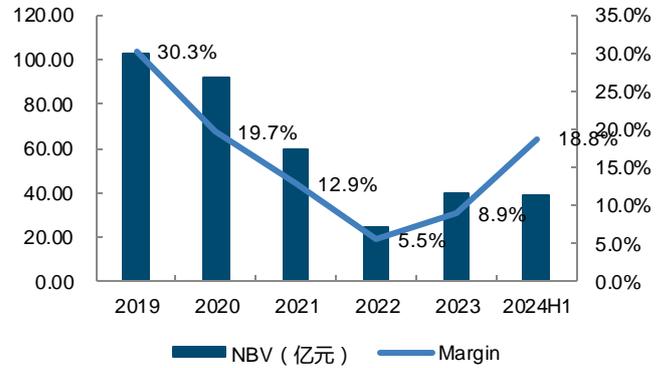


受产品结构（健康险新单占比由 2018 年的 59.7% 降至 2023 年的 9.8%）与渠道结构（个险新单占比由 2018 年的 73.3% 降至 2022 年的 29.4%）双重切换影响，自 2020 年起价值率持续下滑，致使 NBV 持续承压，2019-2022 年价值率从 2018 年的 47.9% 下滑至 2022 年的 5.5%，2024H1 回升至 18.8%，2019-2022 年新业务价值复合增速为 -38%，低于其他公司。由于居民储蓄需求释放，保本保息储蓄险热销，叠加停售 3.5%，2024H1 负债端困境反转，NBV 同比 57.7%。

图表26：2019-2022 年 NBV 复合增速



图表27：2019-2024H1 NBV 及 margin 表现



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所；2020 年公司将贴现率从 11.5% 调整至 11%，2019 年 NBV 数据为回算口径

2.3 2023.8 至今：专业化市场化改革的新战略，转型举措向其他头部险企靠齐

2023 年底杨玉成履新公司董事长、执行董事、党委书记。基于公司目前面临的核心问题，杨玉成提出专业化市场化改革的新战略，有前瞻性谋划、系统性布局、整体性地推进改革举措，立体地、系统地布局，核心包括人才队伍、渠道发展要更加专业化，区域布局、客户服务、产品研发、体制机制要更加市场化等十个方面。转型步骤上，第一步推动体制机制改革，包括顶层设计、人事财务等；第二步，围绕业务发展的改革，包括产品、队伍、渠道、服务、康养等。

2024 年开始转型进展行至第二步，在队伍转型、服务供给方面落地相关改革举措。2023 年年末，新华保险推出了新的“基本法”，引导队伍“职业化、专业化、精英化”发展，聚焦“绩优、优增”，以绩优个人、绩优组织为主线，强调个人能力提升，同时压实组织发展；配套措施方面，强化新人招募标准、做实基础管理、强化荣誉体系。2024 年 7 月正式推出“XIN 一代”计划队伍建设项目和“心服务”客户服务生态体系。

“XIN 一代”计划队伍建设项目致力于打造一支素质过硬的金融人才队伍、打造一个专业优质的职业发展平台，打造一套长期高效的销售管理体系，拟通过“五个升级”来推动营销队伍变革，即升级制度体系引领队伍，升级服务体系助推队伍，升级培训体系培育队伍，升级资源体系支持队伍，升级管理平台厚植队伍。其中，升级制度体系除了 2023 年末推出的新基本法外，还试行“优增优引”工作指引，抓好新增的前端入口筛选、中端过程把控、后端新人培养三个环节，植入优增管理行为支持，逐步形成优选、优增、优育、优留的良性循环。

“心服务”客户服务生态体系致力于建立多层次的客户服务生态圈，先后推出“新华尊”会员私享服务体系、“新华安”居家养老服务体系等服务品牌矩阵，填补了相关服务领域的空白。此外，新华保险与中信养老签署合作协议，第一批优质合作养老社区正式落地，通过轻资产的方式能更快地布局养老服务产业链。

新华的专业化市场化的转型，在找差距、补短板的基础上，从顶层制度设计、组织架构改革、落地队伍和产品服务转型举措等方面发力，体现了转型的决心和系统性，转型举措向头部险企靠齐，后续转型成效待进一步观察。

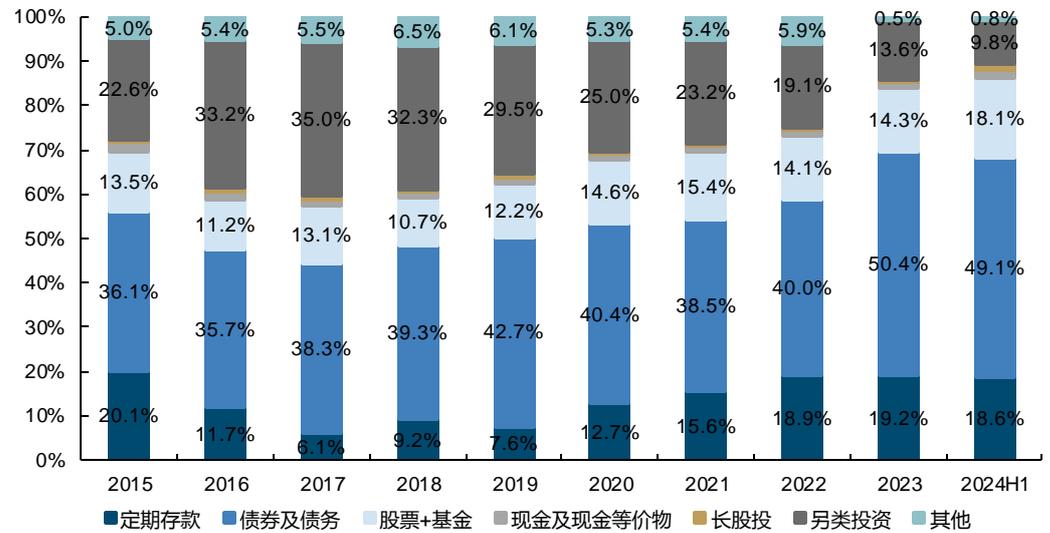
三、资产端：权益杠杆极高，对股市波动敏感

新华险资的非标投资占比持续下降，从 2016 年的 33.2% 下降至 2024H1 的 9.8%；债券配置比例总体呈提升趋势，从 2016 年的 35.7% 提升至 2024H1 的 49.1%，但配置债券比例仍低于其他寿险公司；定期存款配置从 2017 年的 6.1% 提升至 2024H1 的 18.6%，高于其他公司，预计与以存款资源寻求银保合作，进而铺设银保渠道有关；股票+基金配置比例 2024H1



较年初增长 3.8pct 至 18.1%，高于大部分公司。

图表28：新华资产配置



来源：公司公告，国金证券研究所

公司权益弹性较高，体现在三个方面：一是，权益配置比例高于其他公司，剔除优先股后，2024H1 新华保险股票+基金配置比例为 17.6%，同期平安、太保、国寿、太平分别为 10.8%、11.6%、11.8%、12.6%；二是，权益配置中，2024H1 接近 90%的股票和全部基金计入 FVTPL 账户，利润表对于股市的敏感性高，仅次于国寿的 92.3%，同期平安、太保、太平分别为 37.9%、79.2%、66.3%；三是，通过“(股票+基金)/归母净资产”计算的权益杠杆高于其他公司，截至 2024H1，新华权益杠杆高达 2.89，同期平安、国寿、太保、太平分别为 0.60、1.45、1.07、2.37。

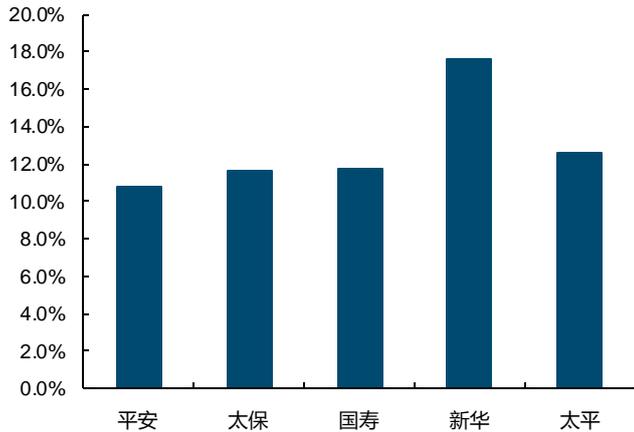
图表29：保险公司大类资产配置对比

大类配置	平安			太保			国寿			新华			太平		
	2022	2023	2024H1												
现金等价物及定期存款	8.7%	6.9%	7.1%	13.1%	8.9%	9.6%	12.9%	10.6%	9.4%	21.2%	20.6%	20.4%	9.9%	7.1%	7.2%
债券投资	54.6%	58.1%	60.7%	43.1%	51.7%	55.6%	48.5%	54.1%	57.4%	41.6%	50.1%	49.1%	62.2%	68.7%	73.3%
股票+基金	11.2%	11.5%	10.8%	12.0%	11.1%	11.6%	11.4%	11.8%	11.8%	14.0%	13.6%	17.6%	16.6%	14.5%	12.6%
其中：股票+权益型基金	8.7%	9.2%	8.5%	11.5%	10.7%	11.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
长股投	4.7%	4.3%	4.0%	1.3%	1.0%	0.9%	5.2%	4.8%	4.5%	0.5%	0.4%	1.1%	2.3%	2.1%	2.3%
投资性房地产	2.7%	2.7%	2.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%		0.7%	0.6%	1.9%	1.8%	1.6%
另类投资	17.6%	16.0%	14.5%	28.8%	26.1%	21.5%	21.8%	18.5%	16.8%	20.5%	14.1%	10.4%	8.2%	7.5%	5.3%
其中：债权投资计划	4.2%	4.0%	3.6%	13.4%	13.2%	11.0%	9.0%	8.9%	8.2%	10.1%	5.9%	4.3%	7.1%	5.7%	4.6%
其他	0.4%	0.4%	0.4%	1.1%	0.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	0.5%	0.8%	-1.1%	-1.6%	-2.3%

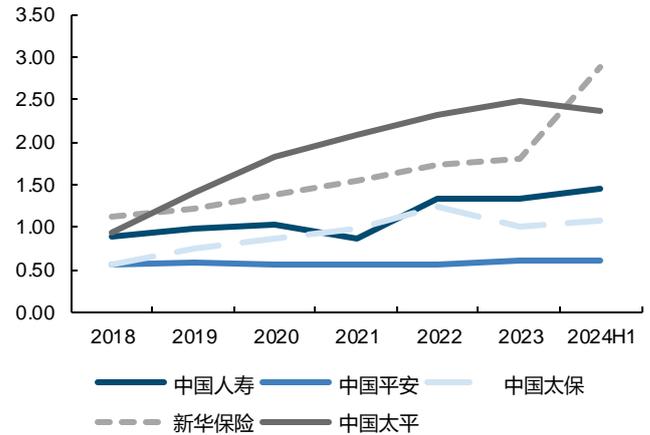
来源：各公司公告，国金证券研究所 注：未与其他公司可比，上表数据中的新华股票中将优先股调整进入另类投资中



图表30: 2024H1 上市险企权益配置比例对比



图表31: 上市险企权益杠杆对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 新华根据 2022 年披露数据剔除优先股

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表32: 保险公司股票配置账户分类 (2024H1)

百万	平安	太保	国寿	新华	太平
FVTPL 股票	125,895	175,270	407,595	127,454	73,469
FVOCI 股票	206,035	45,982	34,144	16,844	37,275
FVOCI 股票占比	62.07%	20.78%	7.73%	11.67%	33.66%
FVOCI 股票占股票+基金比例	36.59%	16.12%	4.77%	6.46%	19.97%
FVOCI 股票占投资资产比例	3.96%	1.87%	0.56%	1.17%	2.52%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表33: 各保险公司利润对股市的弹性测算

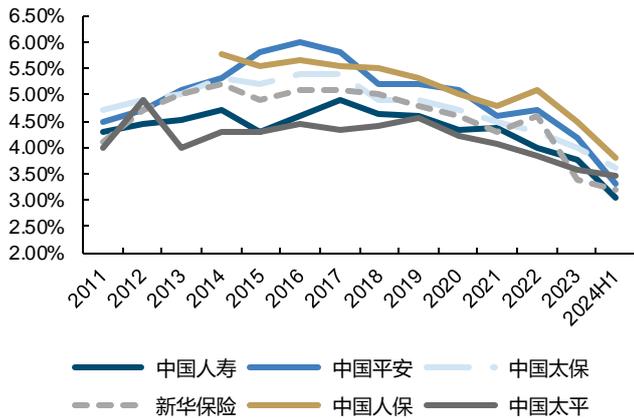
	平安	太保	国寿	新华	太平
FVTPL 股票+权益基金	236,479	228,606	559,544	174,445	115,640
(FVTPL 股票+权益基金)/净资产	25.4%	85.5%	113.3%	193.8%	147.0%
股市向上 3%	7,094	6,858	16,786	5,233	3,469
对利润增长的贡献 (2024H1)	5%	14%	22%	24%	29%
股市向上 5%	11,824	11,430	27,977	8,722	5,782
对利润增长的贡献 (2024H1)	8%	23%	37%	39%	48%
股市向上 10%	23,648	22,861	55,954	17,444	11,564
对利润增长的贡献 (2024H1)	16%	45%	73%	79%	96%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所; 国寿、新华的权益基金占比取平安和太保的均值; 负债吸收 50%

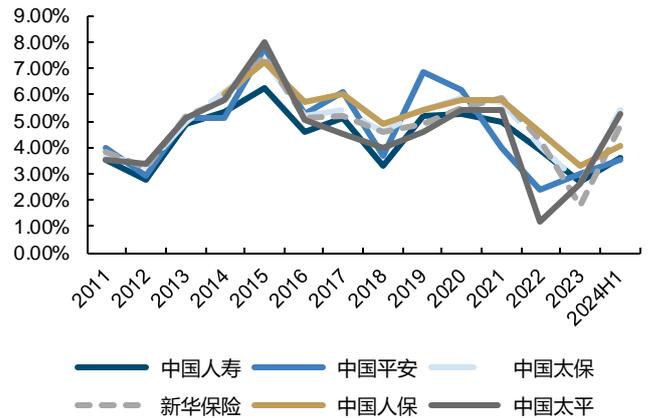
新华保险净投资收益率受高收益的非标到期影响, 下滑较快; 由于权益配置比例高, 风格较为灵活, 自新金融工具准则实施后总投资收益率波动较同业扩大。2024H1 新华年化净投资收益率同比-0.2pct 至 3.2%, 总投资收益率同比+1.1pct 至 4.8%; 2024Q1-3 年化总投资收益率 6.8%, 年化综合投资收益率 8.1% (包括 FVOCI 债权变动), 同比+5.1pct。



图表34: 上市险企净投资收益率



图表35: 上市险企总投资收益率



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

负债端正增长有望延续, 资产端在极高基数下 25 年面临较大压力。1) 负债端: 居民储蓄需求旺盛叠加风险偏好降低, 预计收益更为稳健的保险产品将更受其青睐, 叠加 2025 年为新任董事长任期内的第一个完整年度, 业绩诉求较强, 预计 NBV 在高基数下仍有望实现稳健增长, 预计 2024-2026 年 NBV 增速分别为 114%、6%、8%, 增速有望优于上市同业。2) 资产端: 权益弹性高叠加 2024 年权益市场大幅好转, 驱动 2024 年利润高增长, 但 2025 年将面临较大基数压力, 预计正增长存在一定困难, 预计 2024-2026 年归母净利润增速分别为+187%、-32%、+20%。

当前公司估值隐含的投资收益率假设仍处低位, 存在较大低估。截至 2 月 24 日, 新华保险 A/H 股 2023 年 PEV 估值分别为 0.64、0.32X, 低于平安、国寿、太保等上市同业, 预计主要源于其负债端此前基本面偏弱, 深度调整期调整幅度大于同业, 当前公司已从顶层制度设计、组织架构改革、落地队伍和产品服务转型举措等方面发力转型, 预计 2025 年 NBV 弹性有望高于同业, 长期来看, 转型成效有望持续释放, 分别给予公司 A/H 股 0.72、0.44XPEV, 对应新华 A/H 股目标价分别为 66.51 元、43.95 港元。当前新华保险内含价值大幅折价, 2025 年 A/H 股 PEV 估值隐含的长期投资收益率假设仅为 2.0%、0.7%, 测算 3.5% 投资收益率假设下 2025 年公司合理估值为 0.89XPEV, A/H 股较当前分别存在 75%、250% 左右空间, 给予“买入”评级。

图表36: 新华保险可比估值表

2025/2/24	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2023EV (亿元)	2023PEV	2025EV E (亿元)	目标市值 (亿元)	目标收盘价
601628.SH 中国人寿	39.99	11303	12606	0.90			
601318.SH 中国平安	52.00	9469	13901	0.68			
601601.SH 中国太保	32.51	3128	5295	0.59			
平均					0.72		
601336.SH 新华保险	51.28	1600	2505	0.64	2870	2075	66.51
2025/2/24	收盘价 (港元)	总市值 (亿港元)	2023EV (亿港元)	2023PEV	2025EV E (亿港元)	目标市值 (亿港元)	目标收盘价 (港元)
2628.HK 中国人寿	15.78	4117	12606	0.33			
2318.HK 中国平安	48.00	8068	13901	0.58			
2601.HK 中国太保	24.80	2202	5295	0.42			
平均					0.44		
1336.HK 新华保险	27.85	802	2505	0.32	2870	1266	43.95

来源: wind, ifind、各公司公告, 国金证券研究所


图表37: 保险公司当前估值隐含投资收益率较为悲观

标的名称	平安 A	国寿 A	太保 A	新华 A	新华 A 2025	平安 H	国寿 H	太保 H	太平	新华 H	新华 H 2025
市值	9,469	11,303	3,128	1,600	1,600	8,068	4,117	2,202	415	802	802
2023 年 EV	13,901	12,606	5,295	2,505	3,174	13,901	12,606	5,295	2,031	2,505	3,174
2023 年 PEV	0.68	0.90	0.59	0.64	0.50	0.58	0.33	0.42	0.20	0.32	0.25
对应的投资收益率 假设	2.4%	4.0%	2.3%	3.0%	2.0%	1.7%	1.5%	1.5%	0.7%	1.6%	0.7%
3.5%投资收益率假 设下 2023EV	11789	9749	4295	1912	2813	11789	9749	4295	1608	1912	2813
合理估值	0.85	0.77	0.81	0.76	0.89	0.85	0.77	0.81	0.79	0.76	0.89
增长空间	24.5%	-13.8%	37.3%	19.5%	75.8%	46.1%	136.8%	95.0%	287.1%	138.4%	250.7%

来源: 各公司年报、wind, 国金证券研究所 注: 太平为港元

五、风险提示

- 1) 长端利率超预期下行: 保险资金再投资压力增大, 或进一步引发利差损风险担忧, 压制估值表现;
- 2) 前端销售不及预期: 利率低位运行, 保险产品预定利率或再次下调, 降低储蓄险产品竞争力。
- 3) 权益市场波动: 拖累投资收益与利润表现。


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币亿元)						主要财务指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标 (元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保险服务收入	569	480	435	456	465	每股收益	6.89	2.79	8.03	5.43	6.51
利息收入	320	323				每股净资产	31.40	33.68	30.96	36.04	41.88
投资收益	190	-38	896	723	808	每股内含价值	81.92	80.29	91.99	101.72	111.00
公允价值变动损益	-14	-61				每股新业务价值	0.78	0.97	2.08	2.20	2.37
汇兑损益	5	1	-1	0	0						
营业收入	1,080	715	1,340	1,189	1,283	价值评估 (倍)					
保险服务费用	-338	-333	-344	-342	-346	P/E	7.44	18.36	6.39	9.45	7.88
营业费用	-860	-660	-1,045	-990	-1,044	P/B	1.63	1.52	1.66	1.42	1.22
营业利润	221	55	295	200	239	P/EV	0.63	0.64	0.56	0.50	0.46
税前利润	221	55	295	199	239	盈利能力指标					
所得税	-6	32	-44	-30	-36	净投资收益率	4.60%	3.40%	3.20%	3.00%	2.80%
归属于母公司股东的净利润	215	87	250	169	203	总投资收益率	4.30%	1.80%	6.00%	4.50%	4.50%
少数股东损益	0	0	0	0	0	净资产收益率		8.58%	24.83%	16.21%	16.71%
						总资产收益率		0.67%	1.61%	0.95%	1.05%
资产负债表 (人民币亿元)						盈利增长					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净利润增长率		-59.48%	187.43%	-32.36%	19.93%
定期存款	2,275	2,560	2,873	2,978	3,179	集团内含价值增长率	-1.25%	-1.98%	14.57%	10.57%	9.12%
长期股权投资	58	52	206	246	355	新业务价值增长率	-59.48%	65.04%	114.14%	5.85%	8.00%
存出资本保证金	17	18	18	17	17	偿付能力充足率					
投资性房地产	96	94	91	92	90	核心偿付能力充足率	140.53%	157.01%	120.00%	115.00%	110.00%
固定资产	159	160	158	159	159	综合偿付能力充足率	238.20%	278.43%	210.00%	200.00%	190.00%
其他资产	9,544	11,150	13,751	14,917	16,350	内含价值(人民币亿元)					
资产总计	12,149	14,033	17,097	18,410	20,150	调整后净资产	1,657	1,628	1,932	2,086	2,253
保险合同负债	10,132	11,465	13,973	14,951	16,312	有效业务价值	899	877	939	1,088	1,210
其他负债	1,037	1,517	2,157	2,334	2,531	内含价值	2,556	2,505	2,870	3,174	3,463
负债总计	11,169	12,982	16,130	17,285	18,843	一年新业务价值	24	30	65	69	74
实收资本	31	31	31	31	31	内含价值回报率	8.59%	9.97%	12.98%	10.38%	10.16%
归属于母公司股东权益	980	1,051	966	1,124	1,307						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和所有者权益合计	12,149	14,033	17,097	18,410	20,150						

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	25	47	134
增持	0	0	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.14	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究