



新华保险 (601336.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

资产负债两端表现优异，分红增长超预期

业绩简评

3月27日，公司披露2024年年报，归母净利润同比+201%、每股分红同比+198%、NBV增长107%、CSM较年初增长4.1%。

经营分析

利润、分红均实现超预期增长。2024年公司归母净利润同比+201%至262亿，其中Q455.5亿元(上年同期-8.3亿元)。归母净资产分别较年初、Q3末-8.4%、+5.7%。末期分红1.99元，全年分红2.53元，同比增长198%，分红比例达30.1%。CSM较年初+4.1%。

Margin改善驱动NBV高速增长，假设调整后EV仍实现增长。①假设下调后(投资收益率4%、风险贴现率8.5%)，NBV仍实现106.8%增长，其中首年保费同比-5.0%，margin提升7.9pct至14.6%。原保费口径，新单保费同比-4.6%，主要受趸交压降33.2%，缴期结构大幅优化，长期险首年期交占首年保费比例提升12.6pct至70.1%。②假设调整后EV增长3.2%，贡献分别为NBV(2.5%)、EV预期回报(6.6%)、运营偏差(1.9%)、投资偏差(8.1%)、运营假设变动(-0.9%)；经济假设变动致使EV折价12.1%。

绩优人力同比增长，银保价值贡献大幅提升。①个险渠道：NBV增长37.2%，其中新单保费同比+13.7%，长险期缴同比+19.7%，margin提升4.6pct至27%。个险规模人力13.6万人，较年初减少1.9万/12%；月均绩优人力1.55万人，同比增长4%，月均绩优率10.9%，同比提升2.3pct；月均万C人力0.35万人，同比增长28%，月均万C人力占比2.5%，同比提升0.9pct；月均人均综合产能0.81万元，同比增长41%。②银保渠道：NBV增长516%，贡献提升至40%；主要由margin提升8.7pct至10.1%，趸交压降同比-34%致使新单同比-14%，期交占新单比例同比+13pct至56%。

投资收益大幅改善，高股息配置显著提升。净投资收益率-0.2pct至3.2%；总投资收益率+4.0pct至5.8%；综合投资收益率+5.9pct至8.5%。投资资产较年初+21.1%，股票+基金占比提升至18.8%，其中股票占比+1.1pct至11.1%，基金占比-0.3pct至7.8%。OC1股票较24H1增长82%至306亿，占股票比例提升5.3pct至16.9%。

盈利预测、估值与评级

公司负债端开门红高速增长，预计Q1NBV增速有望超50%，全年有望实现双位数正增长；资产端权益配置比例高于同业，关注资本市场好转下的β行情。截至当前，A/H股2025年PEV分别为0.56、0.29X，位于2018年来历史分位的50%、52%，维持“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：舒思勤 (执业S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：黄佳慧 (执业S1130525010001)

huangjiahui@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛 (执业S1130524020003)

xiachangsheng@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 51.39元

相关报告：

1. 《新华保险公司深度研究：资产端高弹性的寿险标的》，
2025.2.26



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 12/23 | 12/24 | 12/25E | 12/26E | 12/27E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 71,547 | 132,555 | 114,180 | 120,495 | 127,517 |
| 营业收入增长率 | -33.78% | 85.27% | -13.86% | 5.53% | 5.83% |
| 归母净利润(百万元) | 8,712 | 26,229 | 16,121 | 17,905 | 18,775 |
| 归母净利润增长率 | -59.48% | 201.07% | -38.54% | 11.07% | 4.86% |
| 新业务价值(百万元) | 3,024 | 6,253 | 7,855 | 7,459 | 8,222 |
| 新业务价值增长率 | 65.04% | 106.78% | 25.62% | -5.04% | 10.22% |
| 每股收益(元) | 2.79 | 8.41 | 5.17 | 5.74 | 6.02 |
| P/E (A股) | 18.40 | 6.11 | 9.95 | 8.95 | 8.54 |
| 每股内含价值(元) | 80.29 | 82.84 | 91.26 | 100.06 | 109.60 |
| P/EV (A股) | 0.64 | 0.62 | 0.56 | 0.51 | 0.47 |
| 每股净资产(元) | 33.68 | 30.85 | 30.07 | 29.73 | 29.88 |
| P/B (A股) | 1.53 | 1.67 | 1.71 | 1.73 | 1.72 |

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (百万元) | | | | | | 主要财务指标 | | | | | |
|--------------|---|----------|---------|---------|----------|----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 每股指标 (元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 保险服务收入 | 48,045 | 47,812 | 48,476 | 48,124 | 48,776 | 每股收益 | 2.79 | 8.41 | 5.17 | 5.74 | 6.02 |
| 利息收入 | 32,268 | 31,917 | | | | 每股净资产 | 33.68 | 30.85 | 30.07 | 29.73 | 29.88 |
| 投资收益 | -3,775 | -38 | 64,626 | 71,301 | 77,657 | 每股内含价值 | 80.29 | 82.84 | 91.26 | 100.06 | 109.60 |
| 公允价值变动损益 | -6,124 | -61 | | | | 每股新业务价值 | 0.97 | 2.00 | 2.52 | 2.39 | 2.64 |
| 汇兑损益 | 113 | 80 | 20 | 20 | 20 | | | | | | |
| 营业收入 | 71,547 | 132,555 | 114,180 | 120,495 | 127,517 | | | | | | |
| 保险服务费用 | -33,252 | -31,575 | -33,560 | -33,176 | -33,643 | | | | | | |
| 营业费用 | -66,003 | -104,338 | -95,173 | -99,389 | -105,387 | | | | | | |
| 营业利润 | 5,544 | 28,217 | 19,007 | 21,106 | 22,130 | | | | | | |
| 税前利润 | 5,515 | 28,141 | 18,969 | 21,068 | 22,092 | | | | | | |
| 所得税 | 3,201 | -1,908 | -2,845 | -3,160 | -3,314 | | | | | | |
| 归属于母公司股东的净利润 | 8,712 | 26,229 | 16,121 | 17,905 | 18,775 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 4 | 4 | 2 | 3 | 3 | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 价值评估 (倍) | | | | | |
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | P/E | 18.40 | 6.11 | 9.95 | 8.95 | 8.54 |
| 定期存款 | 255,984 | 282,458 | 301,106 | 315,516 | 334,486 | P/B | 1.53 | 1.67 | 1.71 | 1.73 | 1.72 |
| 长期股权投资 | 5,174 | 20,615 | 30,245 | 35,846 | 43,553 | P/EV | 0.64 | 0.62 | 0.56 | 0.51 | 0.47 |
| 存出资本保证金 | 1,784 | 1,803 | 1,807 | 1,830 | 1,854 | | | | | | |
| 投资性房地产 | 9,383 | 9,118 | 9,055 | 8,961 | 8,807 | | | | | | |
| 固定资产 | 15,979 | 15,821 | 15,651 | 15,330 | 15,015 | | | | | | |
| 其他资产 | 1,114,9531,362,4821,492,6161,611,6111,737,377 | | | | | | | | | | |
| 资产总计 | 1,403,2571,692,2971,850,4801,989,0952,141,091 | | | | | | | | | | |
| 保险合同负债 | 1,146,4971,366,0901,499,6941,617,8691,746,005 | | | | | | | | | | |
| 其他负债 | 151,668 | 229,938 | 256,944 | 278,418 | 301,823 | | | | | | |
| 负债总计 | 1,298,1651,596,0281,756,6381,896,2882,047,827 | | | | | | | | | | |
| 实收资本 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | | | | | | |
| 归属于母公司股东权益 | 105,067 | 96,240 | 93,809 | 92,770 | 93,222 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 25 | 29 | 33 | 37 | 42 | | | | | | |
| 负债和所有者权益合计 | 1,403,2571,692,2971,850,4801,989,0952,141,091 | | | | | | | | | | |

| 盈利能力指标 | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 净投资收益率 | 总投资收益率 | 净资产收益率 | 总资产收益率 | |
| 净投资收益率 | 3.40% | 3.20% | 3.00% | 2.80% | 2.60% |
| 总投资收益率 | 1.80% | 5.80% | 4.00% | 4.00% | 4.00% |
| 净资产收益率 | 8.58% | 26.06% | 16.97% | 19.19% | 20.19% |
| 总资产收益率 | 0.67% | 1.69% | 0.91% | 0.93% | 0.91% |

| 盈利增长 | | | | | |
|-----------|---------|-----------|----------|--------|--------|
| | 净利润增长率 | 集团内含价值增长率 | 新业务价值增长率 | | |
| 净利润增长率 | -59.48% | 201.07% | -38.54% | 11.07% | 4.86% |
| 集团内含价值增长率 | -1.98% | 3.17% | 10.17% | 9.63% | 9.54% |
| 新业务价值增长率 | 65.04% | 106.78% | 25.62% | -5.04% | 10.22% |

| 偿付能力充足率 | | | | | |
|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| | 核心偿付能力充足率 | 综合偿付能力充足率 | | | |
| 核心偿付能力充足率 | 157.01% | 124.07% | 120.00% | 120.00% | 120.00% |
| 综合偿付能力充足率 | 278.43% | 217.55% | 210.00% | 205.00% | 200.00% |

| 内含价值 (百万元) | | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 调整后净资产 | 有效业务价值 | 内含价值 | 一年新业务价值 | |
| 调整后净资产 | 162,783 | 189,233 | 204,372 | 220,721 | 238,379 |
| 有效业务价值 | 87,727 | 69,215 | 80,373 | 91,454 | 103,575 |
| 内含价值 | 250,510 | 258,448 | 284,745 | 312,176 | 341,954 |
| 一年新业务价值 | 3,024 | 6,253 | 7,855 | 7,459 | 8,222 |
| 内含价值回报率 | 9.97% | 10.07% | 10.58% | 10.14% | 10.12% |

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 | 3 | 11 | 28 | 103 |
| 增持 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.25 | 1.08 | 1.15 | 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认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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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