


公司评级 **增持（维持）**

报告日期 2025 年 04 月 10 日

相关研究

【兴证非银】新华保险 2024 年三季报点评：投资带动净利润同比翻番，期待队伍新一轮改革成效-2024.10.31

分析师：唐亮亮

S0190523080002

tangliangliang@xyzq.com.cn

新华保险(601336.SH)

NBV 与利润亮眼，DPS 大幅超预期

投资要点

- 业绩概览：整体超预期。**1) 2024 年归母净利润同比+201%至 262 亿元，其中 Q4 单季度同比扭亏为盈，由-8.3 亿元提升至 55.5 亿元；全年利润高速增长主要得益于投资业绩显著改善，全年总投资收益同比+251.6%，预计 Q4 单季度利润改善主要系处置部分交易性和 AC 类债券，下半年交易性金融资产处置收益达 47 亿元，AC 类债券处置收益达 28.9 亿元），略超预期。2) 不追溯口径下 NBV 同比+106.8%至 62.5 亿元（未披露可比口径），高速增长主要得益于 NBVM 显著改善，略超预期。3) EV 较年初+3.2%，投资收益率假设由 4.5%降至 4%，风险贴现率假设由 9%降至 8.5%。因 VIF 对投资敏感性较大，假设及模型调整对 EV 的贡献为-14.2%，符合预期。4) DPS 同比大增 198%至 2.53 元，对应新准则利润分红率为 30.2%，同比略降 0.3pct，大幅超预期。
- 业务结构显著优化，银保 NBV 贡献大幅提升。**1) 新单保费同比-4.6%，负增幅较上半年明显收窄，主要得益于下半年储蓄型产品运作带来的保费规模扩张，其中个险、银保新单分别同比+13.7%、-14.3%。2) 2024 年以来聚焦长期交业务，10 年及以上期交保费同比+19.2%，占期交比重提升至 12.6%；同步压降趸交业务，保费同比-33.2%，业务结构不断优化。3) 代理人产能同比提升，绩优人力占比增加。月均绩优人力同比+4%，月均绩优率同比提升 2.3pct 至 10.9%；月均万 C 人力同比+28%，万 C 人力占比 2.5%，同比提升 0.9pct；月人均综合产能同比+41%。4) 代理人较年初下降 12.3%至 13.6 万人，规模继续萎缩，关注“XIN 一代”计划落地后优增优育效果。5) 业务品质继续改善。13、25 个月保单继续率分别+5.9、+7.8 个百分点至 95.7%、86.2%，助力后续价值率和续期业务增长。6) 银保受报行合一后费差改善提振，价值率从 1.4%大幅提升至 10%，带动银保 NBV 占比提升 26.7pct 至 40%，成为当期价值增长的核心驱动。
- 增配股票及债券，投资收益表现亮眼。**1) 债券占比较上半年提升 3.1pct 至 52.1%，股票占比提升 1.1pct 至 11.1%，其中 OCI 高股息股票规模从上半年的 168 亿元增加到 306 亿元，占股票比重从 11.7%提升至 16.9%。2) NII、TII、CII 分别同比-0.2、+4、+5.9pct 至 3.2%、5.8%、8.5%，注意 CII 计算包含 OCI 债券浮盈，与平安、太保等口径有较大差异。3) 估算全年 OCI-权益工具投资价格涨幅约 20.8%，同比提升 17.7pct；OCI-债权投资价格涨幅约 5.8%，同比提升 3.7pct。
- 投资建议：继续看好。**1) 弹性较优，纯寿险标的+股票和基金的二级权益资产占比在上市险企中最高，权益市场回暖下往往有较好的 β 机会。2) 得益于积极的产品策略、新单有望保持较快增长，叠加 NBVM 的继续改善，NBV 或延续高增，在主要同业中有望领先，为估值修复提供支撑。调整 2025、2026、2027 年 EPS 预测值为 5.74、7.01、8.06 元，维持“增持评级”。
- 风险提示：长端利率大幅下行，权益市场大幅回撤，新单销售显著不及预期**

附表：财务预测与估值（单位：亿元）

合并利润表					合并资产负债表				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
一、营业收入	1,326	1,155	1,260	1,359	资产				
保险服务收入	478	487	510	543	货币资金	385	431	481	543
利息收入	319	315	351	347	衍生金融资产	0	0	0	0
投资收益	163	136	141	144	买入返售金融资产	54	54	54	54
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	5	7	8	9	其他应收款	88	99	110	124
公允价值变动收益	354	206	248	313	定期存款	2,825	3,165	3,532	3,991
其他业务收入	10	10	11	11	金融投资：				
二、营业支出	-1,043	-962	-1,025	-1,089	交易性金融资产	4,859	5,446	6,076	6,866
保险服务费用	-316	-335	-351	-374	债权投资	2,749	3,128	3,497	3,961
分出保费的分摊	-19	-20	-21	-23	其他债权投资	4,704	5,271	5,881	6,647
减：摊回保险服务费用	16	17	18	19	其他权益工具投资	306	343	383	433
承保财物损失	-612	-512	-549	-579	分出再保险合同资产	108	108	108	108
减：分出再保险财务收益	3	3	3	3	长期股权投资	302	339	378	427
税金及附加	-1	-1	-1	-1	存出资本保证金	18	20	23	25
业务及管理费	-31	-31	-33	-35	投资性房地产	91	91	95	100
信用减值损失	-34	-38	-43	-48	固定资产	157	157	157	157
三、营业利润	282	193	235	270	在建工程	23	23	23	23
加：营业外收入	0	0	0	0	使用权资产	8	9	11	12
减：营业外支出	-1	-1	-1	-1	无形资产	41	45	51	57
四、利润总额	281	192	235	270	递延所得税资产	197	110	110	110
减：所得税费用	-19	-13	-16	-18	其他资产	8	122	113	88
五、净利润	262	179	219	251	资产合计	16,923	18,962	21,082	23,727
持续经营净利润	262	179	219	251	负债及股东权益				
归属于母公司股东的净利润	262	179	219	251	交易性金融负债	85	98	108	119
少数股东权益	0	0	0	0	卖出回购金融资产款	1,716	1,973	2,171	2,388
关键指标	2024A	2025E	2026E	2027E	预收保费	3	3	3	3
营业收入	1,326	1,155	1,260	1,359	应付手续费及佣金	18	18	19	20
YOY	85.3%	-12.9%	9.2%	7.8%	应付职工薪酬	53	55	56	58
归属于母公司股东的净利润	262	179	219	251	应交税费	2	2	2	2
YOY	201.1%	-31.7%	22.1%	14.9%	其他应付款	92	106	117	128
集团内含价值	2,584	2,784	3,032	3,359	保险合同负债	13,661	15,159	16,757	18,791
YOY	3.2%	7.7%	8.9%	10.8%	应付债券	304	380	475	593
新业务价值	63	80	85	97	租赁负债	7	9	11	14
YOY	106.8%	28.4%	6.4%	14.0%	递延收益	5	6	7	9
EPS (元)	8.41	5.74	7.01	8.06	递延所得税负债	2	3	3	4
BPS (元)	30.85	36.34	42.73	50.42	其他负债	12	16	20	25
EVPS (元)	82.85	89.23	97.20	107.67	负债合计	15,960	17,828	19,749	22,154
PE (倍)	5.65	8.27	6.77	5.89	归属于母公司股东权益合计	962	1,134	1,333	1,573
PB (倍)	1.54	1.31	1.11	0.94	少数股东权益	0	0	0	0
PEV (倍)	0.57	0.53	0.49	0.44	股东权益合计	963	1,134	1,333	1,573

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；股价截至 2025 年 4 月 9 日收盘价

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn