

新华保险 (601336.SH)

强烈推荐 (维持)

NBV 和利润表现亮眼, 持续关注净资产变化

公司披露 2025 年一季报, 寿险 NBV 同比+67.9%; 归母净利润 58.82 亿, 同比+19.0%; 归母净资产 798.49 亿, 较年初-17.0%。

- NBV 增速大幅领先同业。**非可比口径下 25Q1 公司寿险 NBV 同比+67.9%, 领先主要上市寿险同业 (可比口径下中国太保+39.0%、中国平安+34.9%、中国人寿+4.8%), 主要得益于首年期交保费在低基数下快速增长及业务品质持续提升。长期险首年保费 272.36 亿, 同比+149.6%, 其中长期险首年期交保费 194.71 亿, 同比+117.3%。退保率 0.5%, 同比持平, 个人寿险业务 13 个月及 25 个月继续率均同比提升。
- 分渠道来看, 个险聚焦长期险期交规模, 银保趸交占比过半。**1) 一季度个险渠道长期险首年保费 120.17 亿, 同比+131.5%, 其中长期险首年期交保费 118.89 亿, 同比+133.4%。渠道加快绩优队伍建设成效显现, 月均绩优人力及万 C 人力同比均实现双位数增长, 绩优人力人均期交保费同比实现翻番。2) 银保渠道长期险首年保费 150.57 亿, 同比+168.2%, 其中长期险首年趸交保费占比超过一半为 76.36 亿, 同比+324.5%, 高增主因去年同期严格落实“报行合一”要求, 主动压降趸交规模导致基数较低。
- 动态优化持仓结构, 买卖价差增厚总投资收益。**一季度末公司投资资产为 16876.97 亿, 较年初+3.6%。面对市场股债大幅波动环境, 公司在 A 股把握结构性机会并加仓高股息 OCI 品种, 港股布局高股息及成长板块, 固收投资增配长久期债券, 不断改善组合结构, 实现年化总投资收益率 5.7%, 同比+1.1pt; 年化综合投资收益率 2.8%, 同比-3.9pt。
- 利润双位数正增但净资产下滑。**1) 25Q1 公司实现归母净利润 58.82 亿, 同比+19.0%, 表现优于中国太保 (-18.1%) 和中国平安 (-26.4%), 其中保险服务业绩同比+6.4%, 投资收益和公允价值变动损益同比+103.0%。2) 归母净资产 798.49 亿, 较年初-17.0%, 主因评估保险合同负债的折现率曲线下移, 导致负债账面价值大幅增加; 叠加债券类资产更多计入 AC 分类, 公允价值未充分反映市场利率下行影响。
- 维持“强烈推荐”投资评级。**一季度公司 NBV 延续高增, 投资支撑利润增长, 资产和负债均有亮眼表现, 但需关注净资产持续承压。公司作为纯寿险标的 β 属性较强, 后续在权益市场和利率环境等催化下, 估值修复空间较大。
- 风险提示: 产品吸引力下降, 队伍转型低于预期, 监管收紧, 股市低迷, 利率下行。**

总量研究/非银行金融
目标估值:
当前股价: 48.11 元

基础数据

总股本 (百万股)	3120
已上市流通股 (百万股)	2085
总市值 (十亿元)	150.1
流通市值 (十亿元)	100.3
每股净资产 (MRQ)	25.6
ROE (TTM)	34.0
资产负债率	95.4%
主要股东	中央汇金投资有限责任公司
主要股东持股比例	31.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	2	42
相对表现	-4	5	37



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《新华保险 (601336) — 利润创历史新高, 分红显著超预期》2025-04-08
- 《新华保险 (601336) — 资产负债共振, NBV 和利润增速均领先》2024-10-31
- 《新华保险 (601336) — NBV 超预期, Q2 单季净利润翻倍》2024-09-02

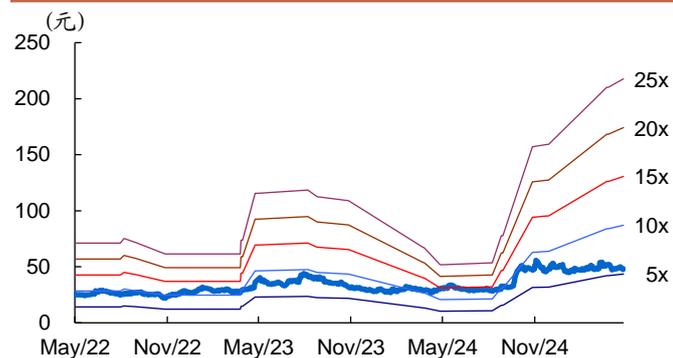
郑积沙 S1090516020001
zhengjisha@cmschina.com.cn
张晓彤 S1090524120006
zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	71547	132555	104801	113856	133698
同比增长	-0.3378	85%	-21%	9%	17%
营业利润(百万元)	5544	28217	20110	21027	26249
同比增长	-0.749	409%	-29%	5%	25%
归母净利润(百万元)	8712	26229	23322	25691	28976
同比增长	-0.5948	201%	-11%	10%	13%
每股收益(元)	2.79	8.41	7.48	8.23	9.29
PE	17.2	5.7	6.4	5.8	5.2
PB	1.4	1.6	1.5	1.4	1.3

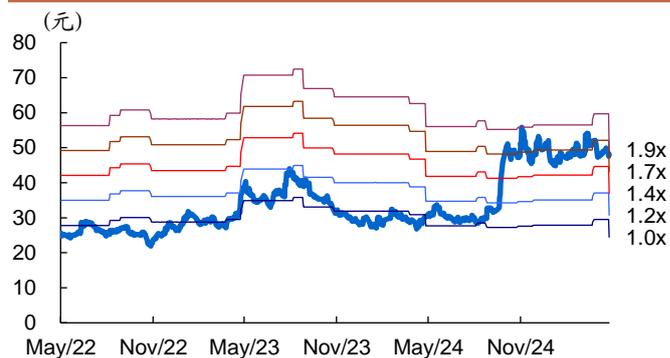
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 新华保险历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 新华保险历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

表 1：资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	21,808	38,461	33,034	38,750	45,709
衍生金融资产	2	0	2	2	2
买入返售金融资产	5,265	5,436	8,920	8,126	9,203
其他应收款	13,529	8,844	12,124	14,792	14,572
定期存款	255,984	282,458	336,005	366,454	404,767
金融投资：					
交易性金融资产	380,239	485,928	524,191	580,803	655,610
债权投资	313,148	274,891	362,160	401,273	425,075
其他债权投资	347,262	470,366	493,482	546,778	623,117
其他权益工具投资	5,370	30,640	20,599	22,824	31,055
分出再保险合同资产	9,802	10,812	13,832	14,387	16,029
长期股权投资	5,174	30,245	16,499	21,051	28,520
存出资本保证金	1,784	1,807	2,349	2,490	2,726
投资性房地产	9,383	9,055	12,461	12,953	14,123
固定资产	15,979	15,651	21,101	22,110	24,126
在建工程	2,039	2,339	2,743	2,980	3,315
使用权资产	881	847	1,215	1,231	1,349
无形资产	4,063	4,054	5,375	5,656	6,186
递延所得税资产	10,709	19,678	16,126	19,317	22,877
其他资产	836	785	1,551	1,308	1,488
资产总计	1,403,257	1,692,297	1,878,450	2,081,322	2,326,918
交易性金融负债	3,592	8,549	4,819	7,132	8,610
衍生金融负债	0	4	2	2	4
卖出回购金融资产款	106,987	171,588	135,825	175,309	201,018
预收保费	274	336	479	455	524
应付手续费及佣金	1,571	1,756	2,209	2,339	2,600
应付职工薪酬	3,915	5,315	6,074	6,426	7,372
应交税费	125	174	247	227	267
其他应付款	12,217	9,231	16,364	16,059	17,042
保险合同负债	1,146,497	1,366,090	1,569,707	1,725,886	1,926,028
应付债券	20,262	30,384	25,862	32,381	36,845
租赁负债	760	715	1,067	1,075	1,174
递延收益	470	457	642	664	725
递延所得税负债	56	200	130	159	206
其他负债	1,439	1,229	2,402	2,126	2,357
负债合计	1,298,165	1,596,028	1,779,571	1,975,324	2,212,363
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
资本公积	23,979	23,970	23,985	23,978	23,978
其他综合收益	-51,093	-81,803	-56,677	-63,191	-67,224
盈余公积	21,721	25,039	26,291	27,868	30,098
一般风险准备	15,216	17,738	18,802	20,306	22,337
未分配利润	92,124	108,176	83,332	93,888	102,215
归属于母公司股东的股东权益合计	105,067	96,240	98,854	105,970	114,524
少数股东权益	25	29	25	28	31

股东权益合计	105,092	96,269	98,878	105,998	114,555
负债及股东权益总计	1,403,257	1,692,297	1,878,450	2,081,322	2,326,918

资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、营业收入	71,547	132,555	104,801	113,856	133,698
保险服务收入	48,045	47,812	50,203	53,215	57,472
利息收入	32,268	31,917	31,877	31,836	31,694
投资收益	-3,775	16,306	7,338	9,172	13,758
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-639	528	-43	-51	145
以摊余成本计量的金融资产终止确认收益	0	2,890	0	0	0
公允价值变动收益	-6,124	35,437	14,175	18,427	29,484
汇兑收益	113	80	215	136	144
其他收益	62	36	22	13	8
其他业务收入	958	967	973	1,056	1,139
二、营业支出	-66,003	-104,338	-84,691	-92,829	-107,449
保险服务费用	-33,252	-31,575	-32,574	-35,501	-37,862
分出保费的分摊	-2,448	-1,918	-1,868	-2,275	-2,300
减: 摊回保险服务费用	1,681	1,583	1,691	1,805	1,929
承保财务损失	-26,800	-61,185	-43,438	-47,942	-58,351
减: 分出再保险财务收益	261	338	274	319	355
利息支出	-2,086	-3,166	-2,232	-2,821	-3,118
税金及附加	-95	-89	-102	-113	-118
业务及管理费	-2,370	-3,062	-2,816	-3,006	-3,384
信用减值损失	-307	-3,415	-1,050	-1,521	-2,190
资产减值损失	0	-1,190	-1,917	-1,035	-1,620
其他业务成本	-587	-659	-659	-739	-791
三、营业利润	5,544	28,217	20,110	21,027	26,249
加: 营业外收入	68	17	61	49	42
减: 营业外支出	-97	-93	-99	-96	-96
四、利润总额	5,515	28,141	20,073	20,979	26,195
减: 所得税费用	3,201	-1,908	3,256	4,719	2,788
五、净利润	8,716	26,233	23,328	25,698	28,983
归属于母公司股东的净利润	8,712	26,229	23,322	25,691	28,976
少数股东损益	4	4	6	8	7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。