



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 05 日

相关研究

【兴证非银】新华保险：NBV 与利润亮眼，DPS 大幅超预期-2025.04.10

【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 与净利润延续较快增长，关注分红险转型成效

投资要点

- **业绩概览：**整体符合预期。1) 2025Q1 归母净利润同比+19.0%至 58.8 亿元，符合预期；增长主要受投资业绩改善提振，利息收入+投资收益+公允价值变动损益同比+44.3%至 209 亿元，其中投资收益（主要为股息分红收入、买卖价差收入）由同期-17 亿元显著改善至+97.7 亿元是关键，预计 Q1 兑现了较多股票和债券浮盈。2) 归母净资产受资产和负债利率基准错期等影响较年初-17%至 798 亿元，低于预期，反映出公司资产负债的久期和会计匹配仍有较大优化空间。3) 不追溯口径的 NBV 在新单规模带动下同比大增 67.9%，符合预期。
- **新单保费规模扩张带动 NBV 高增长，关注分红险转型成效。**1) 新单保费同比大增 130.8%，其中期交同比+117.3%，主要得益于开门红储蓄型产品运作带来的保费规模扩张；具体看，个险、银保新单保费分别同比+122.8%、+168.1%，预计主要为中短缴费期限的传统险业务贡献，关注后续分红险转型效果。2) 长期交业务萎缩，10 年及以上期交保费同比-45.6%，占新单比重下降 6pct 至 1.9%，预计主要为长期健康险拖累。3) 代理人高质量营销队伍建设成效显著，一季度月均绩优人力及万 C 人力同比实现双位数增长，利好后续优增。4) 银保期交和趸交分别同比+94.5%、+324.5%，趸交规模大幅上量。5) 业务品质继续改善。13、25 个月保单继续率同比提升，助力后续价值率和续期业务增长。
- **TII 改善，CII 承压。**1) 总投资资产较年初+3.6%至 1.69 万亿元。2) 年化 TII 得益于股息分红收入及买卖价差大幅增加，同比+1.1pct 至 5.7%；年化 CII 受 OCI 债券市值大幅下跌拖累同比-3.9pct 至 2.8%。估算其他权益工具投资（主要为高股息股票）市值涨幅约+0.8%，同比-0.8pct；其他债务工具市值涨幅约-1.7%，同比-3.2pct。
- **投资建议：**关注权益市场回暖带来的 β 机会。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较高，权益市场回暖下往往有较好的 β 机会。2) 后续投资端面临一定高基数压力，但负债端得益于积极的产品策略、新单有望保持较快增长，2025 年 NBV 或延续高增长，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 5.96、7.13、8.04 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	1,257	1,352	资产				
保险服务收入	478	487	510	543	货币资金	385	172	202	224
利息收入	319	315	350	347	衍生金融资产	0	0	0	0
投资收益	163	136	148	160	买入返售金融资产	54	60	67	75
其中：对联营企业和合营企					其他应收款	88	97	108	122
业的投资收益	5	7	8	8	定期存款	2,825	3,156	3,524	3,989
公允价值变动收益	354	206	238	291	金融投资：				
其他业务收入	10	10	11	11	交易性金融资产	4,859	5,247	5,656	6,172
二、营业支出	-1,043	-955	-1,018	-1,082	债权投资	2,749	2,707	2,617	2,501
保险服务费用	-316	-335	-351	-374	其他债权投资	4,704	5,619	6,682	8,023
分出保费的分摊	-19	-20	-21	-23	其他权益工具投资	306	524	789	1,123
减：摊回保险服务费用	16	17	18	19	分出再保险合同资产	108	108	108	108
承保财物损失	-612	-505	-542	-572	长期股权投资	302	338	377	427
减：分出再保险财务收益	3	3	3	3	存出资本保证金	18	20	22	25
税金及附加	-1	-1	-1	-1	投资性房地产	91	91	95	100
业务及管理费	-31	-31	-33	-35	固定资产	157	157	157	157
信用减值损失	-34	-38	-43	-48	在建工程	23	23	23	23
三、营业利润	282	200	239	270	使用权资产	8	9	10	12
加：营业外收入	0	0	0	0	无形资产	41	45	50	56
减：营业外支出	-1	-1	-1	-1	递延所得税资产	197	216	241	272
四、利润总额	281	199	239	269	其他资产	8	9	10	11
减：所得税费用	-19	-14	-16	-18	资产合计	16,923	18,597	20,739	23,421
五、净利润	262	186	223	251	负债及股东权益				
持续经营净利润	262	186	223	251	交易性金融负债	85	98	108	119
归属于母公司股东的净利润	262	186	222	251	卖出回购金融资产款	1,716	1,973	2,171	2,388
少数股东权益	0	0	0	0	预收保费	3	3	3	3
关键指标	2024A	2025E	2026E	2027E	应付手续费及佣金	18	18	19	20
营业收入	1,326	1,155	1,257	1,352	应付职工薪酬	53	55	56	58
YOY	85.3%	-12.9%	8.9%	7.5%	应交税费	2	2	2	2
归属于母公司股东的净利润	262	186	222	251	其他应付款	92	106	117	128
YOY	201.1%	-29.1%	19.7%	12.7%	保险合同负债	13,661	14,947	16,545	18,579
集团内含价值	2,584	2,781	3,028	3,353	应付债券	304	380	475	593
YOY	3.2%	7.6%	8.9%	10.7%	租赁负债	7	9	11	14
新业务价值	63	78	85	97	递延收益	5	6	7	9
YOY	106.8%	24.3%	9.9%	14.0%	递延所得税负债	2	3	3	4
EPS (元)	8.41	5.96	7.13	8.04	其他负债	12	16	20	25
BPS (元)	30.85	31.44	38.50	47.40	负债合计	15,960	17,616	19,537	21,942
EVPS (元)	82.85	89.15	97.05	107.48	归属于母公司股东权益合计	962	981	1,201	1,479
PE (倍)	5.72	8.07	6.75	5.98	少数股东权益	0	0	0	0
PB (倍)	1.56	1.53	1.25	1.01	股东权益合计	963	981	1,201	1,479
PEV (倍)	0.58	0.54	0.50	0.45					

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 30 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门、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