

2025 年 07 月 22 日

新华保险 (601336. SH)

——权益投资积极且弹性较高的公司

投资评级：买入（首次）

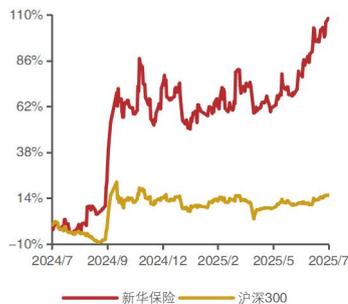
投资要点：

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 22 日

收盘价 (元)	62.25
一年内最高/最低 (元)	63.43/28.51
总市值 (百万元)	194,191.78
流通市值 (百万元)	194,191.78
总股本 (百万股)	3,119.55
资产负债率 (%)	95.44
每股净资产 (元/股)	25.59

资料来源：聚源数据

➤ **新华保险 25 年 1 季度归母净利润同比增加 19%至 58.8 亿元，归母净资产较年初下降 17%至 798.5 亿元，新业务价值同比增长 67.9%，整体表现较好，具体来看：**

1、我们推测归母净利润上升主要有两大原因，一方面保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-分出保费的分摊等+摊回保险服务费用）在原保费同比增长 28%的拉动下实现 5.2%的增长，另一方面 25Q1 新华保险年化总投资收益率同比上升 1.1pct 至 5.7%，对应保险投资业绩（利息收入+投资收益+公允价值变动-承保财务损失）同比增加 14.4%至 24.7 亿元；

2、我们推测归母净资产下降较多主要是因为新华保险在资产和负债分类的会计处理安排：资产端上，24 年末新华保险“以摊余成本计量的金融资产”占比为 37%，远高于同业（以国寿、平安、太保为例）2%-12%的占比，而摊余成本计量金融资产不是以公允价值计量，无法在利率下行的周期中贡献债权资产的资本利得，这或是近年来新华归母净资产持续减少的核心原因（23、24、25Q1 末归母净资产分别为 1051、962 和 798 亿元）；负债端上，受折现率基准下降的影响，新华当季度的“可转损益的保险合同金融变动”为-145.43 亿元。

➤ **投资：权益仓位较高，已开展三期保险资金长期投资试点：**

1、新华保险 24 年显著增加权益仓位，股票+基金（参考同业，险资的基金主要为权益基金）的投资规模由上一年的 1908 亿元增加至 24 年末的 3071 亿元，占投资总资产的比例同比提升 4.66pct 至 18.85%，为主要上市公司较高水平；由于较高的权益仓位，因此公司的财务指标对权益价格的敏感性较高，根据披露，如果权益工具投资价格增加 10%，那么对 2024 年新华保险的税前利润增厚幅度将达到 299.6 亿元，超过 24 年全年 262.3 亿元的净利润；

2、自 23 年金融监管总局批复启动保险资金长期投资改革试点的首批试点项目以来，新华保险已经通过私募子公司的方式参与了三期，并将私募子公司作为合营企业采用权益法核算，其中 24 年初新华保险公告和国寿各出资 250 亿元设立鸿鹄志远（上海）私募投资基金有限公司，2025 年 5 月 22 日，新华保险公告拟出资 100 亿元认购国丰兴华鸿鹄志远二期私募证券投资基金，2025 年 7 月 4 日新华保险公告将出资 112.5 亿元认购国丰兴华鸿鹄志远三期私募证券投资基金 1 号；报表上，24 年末新华保险的长期股权投资规模同比增加 251 亿元至 302.5 亿元；

3、24 年新华保险总投资收益率和综合投资收益率分别为 5.8%和 8.5%，位列同业前列，体现出较好的仓位和投资把控能力。

➤ **负债端：25Q1 高歌猛进，但预计分红险转型略微滞后：**

1、新华保险 25Q1 个险长期险首年保费同比增长 131.5%至 120 亿元，考虑到代理人数量仍在低位，销售技能一般不会短时间内大幅增长，我们认为开门红期间个险新单的突出表现主要源于产品策略，即主要销售的是销售难度较低的缴费期较短（3 年左右）的传统增额终身寿险，一季度的良好开局使得全年任务的完成进度有保障，但也可能使得队伍对短缴费期的传统保险产品产生依赖，影响后续分红险的销售转型；

2、新华保险近年来银保渠道发展迅猛，在报行合一等多项利好下，银保渠道贡献全公司的新业务价值比例由 23 年的 13.5%快速增长至 24 年的 40%，25Q1 延续好势头，长期险期缴新单同比增长 94.5%至 74.2 亿元，后续转分红型产品的主要障碍是 22-23 年有部分银代渠道产品（比如稳得盈两全保险）的现金红利实现率不高，但 24 年新华保险较好的投资实现率有望扭转这一情况。

➤ **股息：近年来按照净利润的 30%-35%分配股利，后续有可能发行永续债**

1、22-24 年新华保险现金分红总额分别为 33.7、26.5 和 78.9 亿元，占当年度归母净利润的 30-35%，特别是 24 年在净利润同比增长 201%的情境下仍保持了现金分红和净利润指标的稳定相关性；

2、25Q1 新华保险在偿付能力表中对资产进行了重分类，使得核心和综合偿付能力充足率环比增加 60 和 39pcts 至 184%和 256%，考虑到新华保险权益资产占比较高可能消耗较多的最低资本，我们认为后续公司可能会通过发行永续债来增加公司的资本实力。

➤ **盈利预测与评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 211/240/282 亿元，同比增速分别为 -19.5%/13.6%/17.5%，25-27 年每股内含价值为 92.4/101.1/111.2 元，7 月 22 日股价对应 PEV 估值为 0.67/0.62/0.56 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。**

➤ **风险提示。1、长期国债利率大幅下降；2、权益市场大幅向下波动；3、新单保费大幅下降。**

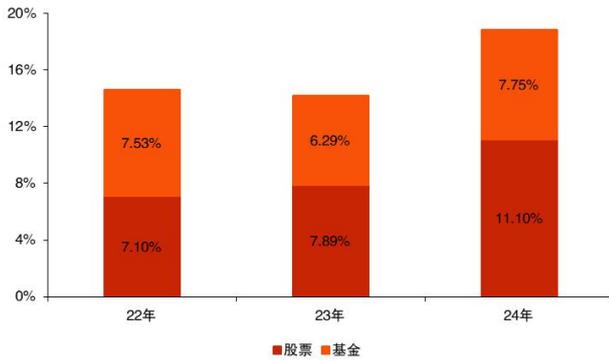
盈利预测与估值（人民币）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	715.47	1325.55	1315.48	1439.60	1635.72
同比增长率（%）	-33.78%	85.27%	-0.76%	9.44%	13.62%
归母净利润（亿元）	87.12	262.29	211.03	239.81	281.81
同比增长率（%）	-59.48%	201.07%	-19.54%	13.64%	17.51%
每股收益（元/股）	2.79	8.41	6.76	7.69	9.03
市盈率（P/E）	22.29	7.40	9.20	8.10	6.89
每股内含价值（元/股）	80.29	82.84	92.41	101.12	111.18
内含价值估值（P/EV）	0.78	0.75	0.67	0.62	0.56

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

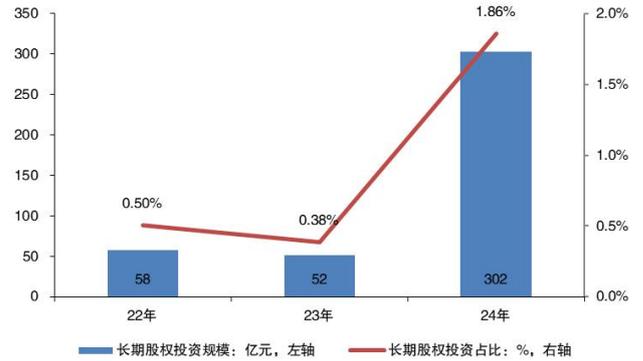
图表 1：新华保险的“以摊余成本计量的金融资产”占比较同业明显偏高：%

按会计核算方法分类	国寿	平安	太保	新华
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	28.9%	25.2%	24.4%	29.8%
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	54.9%	56.8%	64.0%	30.7%
以摊余成本计量的金融资产	3.0%	12.1%	2.4%	37.0%
长期股权投资	4.6%	5.8%	0.8%	1.9%
投资性房地产	8.7%		8.4%	0.6%

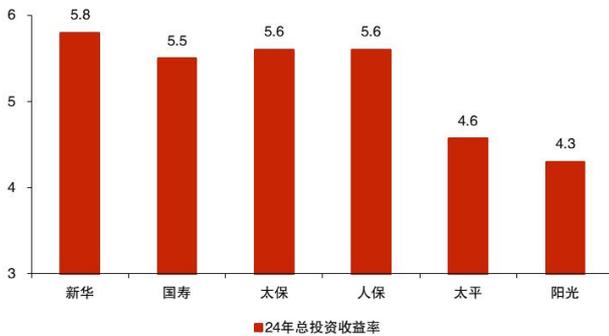
资料来源：各公司公告、华源证券研究所

图表 2：新华保险股票和基金占投资资产比重：%


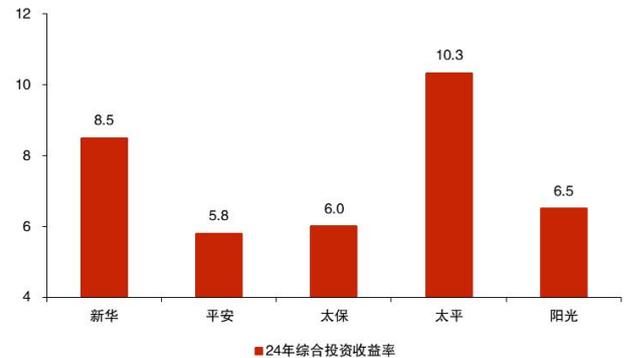
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 3：新华保险的长期股权投资规模和占比：亿元，%


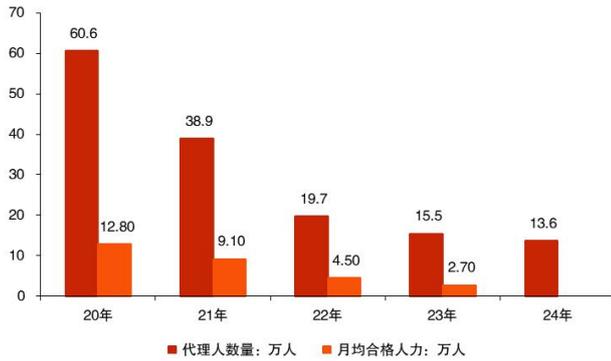
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 4：主要同业 24 年保险资金总投资收益率：%


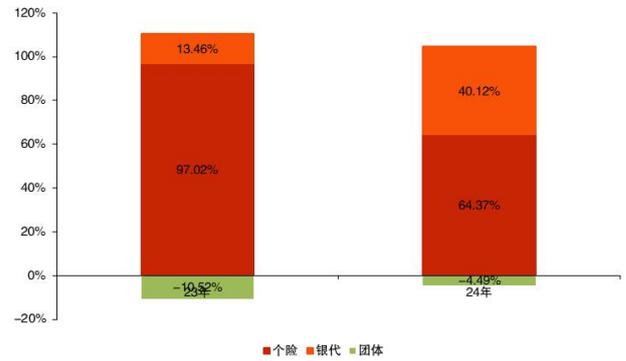
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 5：主要同业 24 年保险资金综合投资收益率：%


资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 6：新华个险代理人数量不乐观：万人


资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 7：新华保险各渠道占 NBV 比重：%


资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 8：新华保险近 3 年现金股息情况：元，百万元，%

分红年度	每股派息金额（元） （税前）	现金分红总金额（百万元） （税前）	分红年度财务报告中 归属于母公司股东的 净利润（百万元）	现金分红总金额占归 属于母公司股东的净 利润的比例
2024 (包括中期及末期)	2.53	7,893	26,229	30.10%
2023	0.85	2,652	8,712	30.40%
2022	1.08	3,369	9,822	34.30%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 9：新华保险近 4 个季度偿付能力情况：百万元，%

	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2
核心资本	243,529	156,883	164,795	144,045
实际资本	339,362	275,089	281,800	264,650
最低资本	132,325	126,447	126,255	117,520
核心偿付能力充足率	184.04%	124.07%	130.53%	122.57%
综合偿付能力充足率	256.46%	217.55%	223.20%	225.20%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

附录：财务预测摘要

利润表：百万元	23年	24年	25E	26E	27E
营业收入	71547	132555	131548	143960	163572
保险服务收入	48045	47812	49022	56552	58248
总投资收益（包括利息收入，公允价值变动和利息收入）	22369	83660	81591	86177	104059
其他收入	1133	1083	934	1231	1265
营业支出	-66002	-104338	-108100	-117314	-132260
保险服务费用	-33253	-31575	-32158	-38374	-39526
分出保费的分摊	-2448	-1918	-1961	-2262	-2330
减：摊回保险服务费用	1681	1583	1716	1697	1747
承保财务损失	-26800	-61185	-63762	-69628	-81356
减：分出再保险财务收益	261	338	380	420	450
利息支出	-2086	-3166	-4116	-1309	-4733
其他支出	-3357	-8415	-8199	-7857	-6513
营业利润	5544	28217	23447	26646	31312
利润总额	5515	28141	23447	26646	31312
所得税费用	2201	-1908	-2345	-2665	-3131
净利润	8716	26233	21103	23981	28181
归属于母公司股东的净利润	8712	26229	21103	23981	28181

资产负债表：百万元	23年	24年	25E	26E	27E
总资产	1403257	1692297	2062261	2369660	2744389
可投资资产	1345475	1629361	2004114	2304731	2650441
其他资产	57782	62936	58147	64929	93949
总负债	1298165	1596028	1955694	2243393	2595078
保险合同负债	1146497	1366090	1639308	1885204	2167985
其他负债	151668	229938	316386	358189	427093
股东权益合计	105092	96269	106566	126267	149311
股本	3120	3120	3120	3120	3120
资本公积	23979	23970	23970	23970	23970
其他综合收益	-51093	-81803	-84803	-82803	-80803
盈余公积	21721	25039	28204	31802	36029
一般风险准备	15216	17738	19848	22246	25064
未分配利润	92124	108176	116196	127901	141899
归属于母公司股东的股东权益合计	105067	96240	106536	126236	149279
少数股东权益	25	29	30	31	32
负债及股东权益总计	1403257	1692297	2062261	2369660	2744389

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。