



# 新华保险 (601336.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 归母净利+33.5%、NBV+58.4%

### 业绩简评

8 月 28 日, 公司披露 2025 年中报, 归母净利同比+33.5%、NBV 同比+58.4%超预期, 公司强 $\beta$ 标属性+权益投资能力凸出

### 经营分析

**利润:** 归母净利润同比+33.5%至 148 亿元, 其中 Q2 同比+45.2%, 主要受益于资本市场向好+权益仓位较高+权益投资能力优秀。归母净资产分别较年初、Q1 末-13.3%、+4.5%。每股分红 0.67 元, 同比+24.1%, 分红比例 14.1%。

**价值:** NBV 同比+58.4%至 62 亿元 (基数未重述), 首年保费同比+100%至 415 亿元, 其中个险、银保新单分别同比增长 65.2%、150.2%(银保趸交投放增长 110 亿至 138 亿元); 价值率下降 3.9pct 至 14.9%。分渠道来看, 银保渠道 NBV 高增 137%, NBV 贡献提升至 52.8%成为第一大渠道; 代理人渠道 NBV 增长 11.7%, 受缴别缩短等因素影响 margin 下降 10pct 至 20.6%。产品方面, 分红险新单占比提升至 10.9%。人力方面, 截至 6 月末个险规模人力 13.3 万人, 较上年末-2.5%, 月均合格人力同比-7%至 2.5 万, 月均合格率同比+0.4pct 至 18.6%; 月均绩优人力同比-3%至 1.79 万人, 月均绩优率 13.3%, 同比提升 0.8pct; 月均万 C 人力 0.43 万人, 万 C 人力占比 3.2%, 同比持平; 月均人均综合产能 1.67 万元, 同比增长 74%。EV 较年初+8.1%, 期初 EV 预期回报、NBV、运营偏差、投资偏差分别贡献 3.0%、2.4%、1.8%、3.2%。

**投资:** 简单年化净投资收益率同比-0.2pct 至 3.0%; 总投资收益同比+43.3%至 453 亿元, 驱动总投资收益率同比+1.1pct 至 5.9%; 包括债权资产公允价值波动的综合投资收益率同比-0.2pct 至 6.3%, 投资表现好于其他公司。投资资产较年初+5.1%, 股票占比提升 0.5pct 至 11.6%, 基金下降 0.7pct 至 7%; OCI 股票增长 22.3%至 374 亿, 占比提升 1.9pct 至 18.8%, 占投资资产比例提升 0.3pct 至 2.2%。

### 盈利预测、估值与评级

**25H1 归母净利同比+33.5%、NBV 同比+58.4%超预期, 总投资收益率大幅提升好于同业。**展望全年, 25H1 奠定良好基础预计全年 NBV 同口径下仍可实现 40%左右增长, 权益市场向好预期下利润在高基数下也有望实现正增长。目前公司 2025PEV 为 0.69X, 维持“买入”评级。

### 风险提示

长端利率超预期下行; 分红险转型不及预期; 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

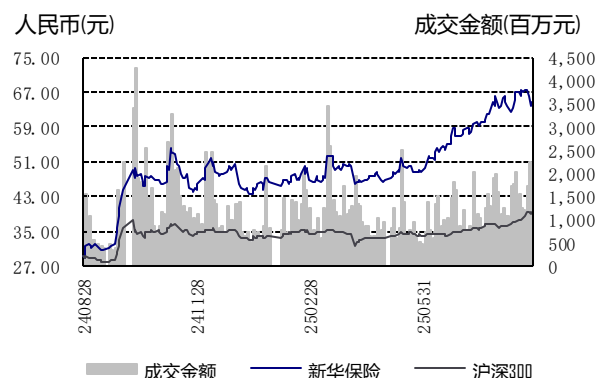
分析师: 夏昌盛 (执业 S1130524020003)

xiachangsheng@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 64.69 元

### 相关报告:

- 1.《新华保险公司点评: 归母净利+19.0%、NBV+67.9%》, 2025.4.29
- 2.《新华保险公司点评: 资负两端表现优异, 分红增长超预期》, 2025.3.28
- 3.《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 |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 归母净利润(百万元)  | 8,712   | 26,229  | 28,661 | 27,948 | 30,375 |
| 归母净利润增长率    | -59.48% | 201.07% | 9.27%  | -2.49% | 8.68%  |
| 新业务价值 (百万元) | 3,024   | 6,253   | 8,982  | 8,404  | 9,101  |
| 新业务价值增长率    | 65.04%  | 106.78% | 43.65% | -6.44% | 8.29%  |
| 每股收益(元)     | 2.79    | 8.41    | 9.19   | 8.96   | 9.74   |
| P/E (A 股)   | 23.17   | 7.70    | 7.04   | 7.22   | 6.64   |
| 每股内含价值 (元)  | 80.29   | 82.84   | 93.32  | 102.06 | 111.40 |
| P/EV (A 股)  | 0.81    | 0.78    | 0.69   | 0.63   | 0.58   |
| 每股净资产 (元)   | 33.68   | 30.85   | 29.36  | 31.53  | 34.54  |
| P/B (A 股)   | 1.92    | 2.10    | 2.20   | 2.05   | 1.87   |

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）**

|              | 2023A   | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 保险服务收入       | 48,045  | 47,812   | 53,140   | 52,632   | 54,036   |
| 利息收入         | 32,268  | 31,917   |          |          |          |
| 投资收益         | -3,775  | -38      | 85,629   | 90,022   | 99,024   |
| 公允价值变动损益     | -6,124  | -61      |          |          |          |
| 汇兑损益         | 113     | 80       | 20       | 20       | 20       |
| 营业收入         | 71,547  | 132,555  | 139,945  | 143,820  | 154,255  |
| 保险服务费用       | -33,252 | -31,575  | -35,331  | -35,761  | -35,878  |
| 营业费用         | -66,003 | -104,338 | -106,183 | -110,897 | -118,477 |
| 营业利润         | 5,544   | 28,217   | 33,762   | 32,923   | 35,778   |
| 税前利润         | 5,515   | 28,141   | 33,724   | 32,885   | 35,740   |
| 所得税          | 3,201   | -1,908   | -5,059   | -4,933   | -5,361   |
| 归属于母公司股东的净利润 | 8,712   | 26,229   | 28,661   | 27,948   | 30,375   |
| 少数股东损益       | 4       | 4        | 4        | 4        | 5        |

**资产负债表（百万元）**

|            | 2023A     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 定期存款       | 255,984   | 282,458   | 340,536   | 364,732   | 390,362   |
| 长期股权投资     | 5,174     | 20,615    | 30,245    | 46,600    | 55,203    |
| 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     | 8,970     |
| 固定资产       | 15,979    | 15,821    | 15,651    | 15,330    | 15,015    |
| 其他资产       | 1,114,953 | 1,362,482 | 1,458,072 | 1,599,127 | 1,763,114 |
| 资产总计       | 1,403,257 | 1,692,297 | 1,855,367 | 2,036,581 | 2,234,519 |
| 保险合同负债     | 1,146,497 | 1,366,090 | 1,506,797 | 1,659,737 | 1,824,881 |
| 其他负债       | 151,668   | 229,938   | 256,944   | 278,418   | 301,823   |
| 负债总计       | 1,298,165 | 1,596,028 | 1,763,742 | 1,938,156 | 2,126,704 |
| 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    | 91,592    | 98,388    | 107,773   |
| 少数股东权益     | 25        | 29        | 33        | 37        | 42        |
| 负债和所有者权益合计 | 1,403,257 | 1,692,297 | 1,855,367 | 2,036,581 | 2,234,519 |

**主要财务指标**

| 每股指标（元） | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|---------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 每股收益    | 2.79  | 8.41  | 9.19  | 8.96   | 9.74   |
| 每股净资产   | 33.68 | 30.85 | 29.36 | 31.53  | 34.54  |
| 每股内含价值  | 80.29 | 82.84 | 93.32 | 102.06 | 111.40 |
| 每股新业务价值 | 0.97  | 2.00  | 2.88  | 2.69   | 2.92   |

**价值评估（倍）**

|      |       |      |      |      |      |
|------|-------|------|------|------|------|
| P/E  | 23.17 | 7.70 | 7.04 | 7.22 | 6.64 |
| P/B  | 1.92  | 2.10 | 2.20 | 2.05 | 1.87 |
| P/EV | 0.81  | 0.78 | 0.69 | 0.63 | 0.58 |

**盈利能力指标**

|        |       |        |        |        |        |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 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%  | 5.30%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 净资产收益率 | 8.58% | 26.06% | 30.52% | 29.42% | 29.47% |
| 总资产收益率 | 0.67% | 1.69%  | 1.62%  | 1.44%  | 1.42%  |

**盈利增长**

|           |         |         |        |        |       |
|-----------|---------|---------|--------|--------|-------|
| 净利润增长率    | -59.48% | 201.07% | 9.27%  | -2.49% | 8.68% |
| 集团内含价值增长率 | -1.98%  | 3.17%   | 12.65% | 9.37%  | 9.15% |
| 新业务价值增长率  | 65.04%  | 106.78% | 43.65% | -6.44% | 8.29% |

**偿付能力充足率**

|           |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 核心偿付能力充足率 | 157.01% | 124.07% | 165.00% | 140.00% | 120.00% |
| 综合偿付能力充足率 | 278.43% | 217.55% | 235.00% | 215.00% | 200.00% |

**内含价值（百万元）**

|         |         |         |         |         |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 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  | 86,773  | 97,703  | 109,184 |
| 内含价值    | 250,510 | 258,448 | 291,145 | 318,424 | 347,563 |
| 一年新业务价值 | 3,024   | 6,253   | 8,982   | 8,404   | 9,101   |
| 内含价值回报率 | 9.97%   | 10.07%  | 11.42%  | 10.62%  | 10.56%  |

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 | 2    | 13   | 28   | 36   | 89   |
| 增持 | 1    | 2    | 4    | 5    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.33 | 1.13 | 1.13 | 1.12 | 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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                                | 北京                                | 深圳                                     |
|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                   | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                         | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究