

## 新华保险（601336）

### 2025 年中报点评：NBV、净利润均表现亮眼，总投资收益率领先同业

买入（维持）

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 71547  | 132555 | 140334 | 145896 | 151868 |
| 同比（%）      | -33.8% | 85.3%  | 5.9%   | 4.0%   | 4.1%   |
| 归母净利润（百万元） | 8712   | 26229  | 31313  | 32451  | 33685  |
| 同比（%）      | -59.5% | 201.1% | 19.4%  | 3.6%   | 3.8%   |
| EV（元/股）    | 80.30  | 82.85  | 90.61  | 99.44  | 109.33 |
| PEV        | 0.81   | 0.78   | 0.71   | 0.65   | 0.59   |

#### 投资要点

■ **事件：新华保险发布 2025 年中报。**1) 25H1 归母净利润 148 亿元，同比+33.5%；Q2 单季 89 亿元，同比+45.2%。2) 截至 25H1 末，归母净资产 834 亿元，较年初-13.3%。3) 25H1 ROE 15.9%，同比+4.7pct。4) 25H1 NBV 61.8 亿元，同比+58.4%。5) 截至 25H1 末，EV 2794 亿元，较年初+8.1%。6) 2025 年中期股息 0.67 元每股，同比+24.1%；中期分红占净利润 14.1%，同比-1.1pct。

■ **净资产环比修复。**1) 截至 25Q1 末，净资产较年初-17.0%。2) 截至 25Q2 末，净资产较 Q1+4.5%，主要归因于：①25Q2 公司分红 62 亿元，导致净资产环比-7.8%；②市场利率下行叠加新业务入账，导致负债准备金增加，使净资产环比-12.4%；③Q2 市场利率季度环比下行叠加权益市场走强，FVOCI 类债券、股票公允价值提升带动净资产环比+12.1%；④ Q2 单季净利润增厚净资产 11.2%。

■ **投资：核心权益占比维持高位，投资收益率领先同业。**1) 投资规模 1.7 万亿元，较年初+5.1%。其中债券占比 50.6%，较年初-1.5pct；股票占比 11.6%，较年初+0.5pct；基金占比 7.0%，较年初-0.7pct。2) 核心权益规模较年初+4.0%至 3194 亿元，占比-0.1pct 至 18.7%，但仍显著高于同业。股票仍以 TPL 为主，OCI 股票规模较年初+22.3%，OCI 股票占比较年初+1.9%至 18.8%。3) 总、综合投资收益率领先同业。年化净投资收益率 3.0%，同比-0.2pct；年化总投资收益率 5.9%，同比+1.1pct；年化综合投资收益率 6.3%，同比-0.2pct。

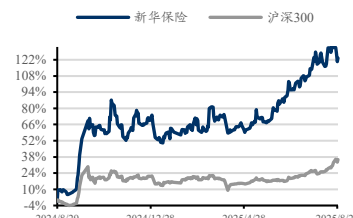
■ **寿险：银保、个险渠道均显著增长，NBV Margin 有所下降。**1) 保费：长险新单 396 亿元，同比+113%。其中期交保费 255 亿元，同比+65%。2) 分红险占比提升。传统险、分红险、健康险长险新单保费分别同比+90%、+250%、+45.5%。3) NBV Margin 14.9%，同比-3.9pct。4) 个险长险新单 145 亿元，同比+71%；NBV 31.1 亿元，同比+11.7%。银保长险新单 250 亿元，同比+150%；NBV 32.7 亿元，同比+137%。

■ **人力：人均产能同比大增。**1) 25H1 个险规模人力 13.3 万，较年初基本持平。其中月均合格人力 2.5 万人；月均绩优人力 1.79 万人。累计新增人力 2 万人，同比+182%。2) 月均绩优率 13.3%，同比+0.8pct；月均人均综合产能 1.67 万元，同比+74%。3) 我们认为随着公司持续推进“XIN 一代”计划专项队伍建设项目，下半年人均产能预计维持高位。

■ **盈利预测与投资评级：**结合公司 2025 年中期经营情况，我们上调 2025-2027 年归母净利润预测至 313/325/337 亿元（前值为 292/302/314 亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.71x、PB 2.32x，仍处低位。我们看好公司将以深化供给侧改革为主线，深刻把握新时代广大居民健康、养老、财富管理等发展机遇，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

#### 股价走势



#### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 64.69       |
| 一年最低/最高价      | 31.02/68.68 |
| 市净率(倍)        | 2.42        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 134,907.07  |
| 总市值(百万元)      | 201,803.47  |

#### 基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 26.74    |
| 资产负债率(%,LF) | 95.31    |
| 总股本(百万股)    | 3,119.55 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,085.44 |

#### 相关研究

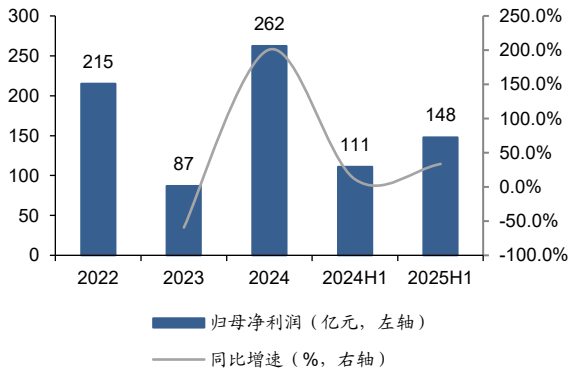
《新华保险(601336)：2025 年一季度报点评：新单保费、NBV、净利润均表现亮眼》

2025-04-30

《新华保险(601336)：2024 年年报点评：利润、NBV 增速领先同业，分红大超预期》

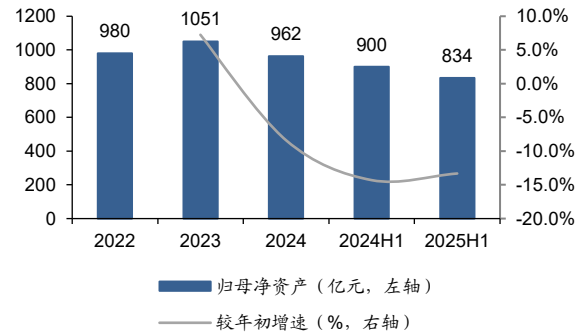
2025-03-28

图1：新华保险 2022-2025H1 归母净利润



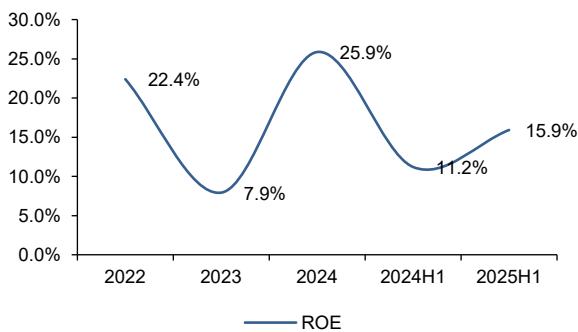
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：新华保险 2022-2025H1 归母净资产



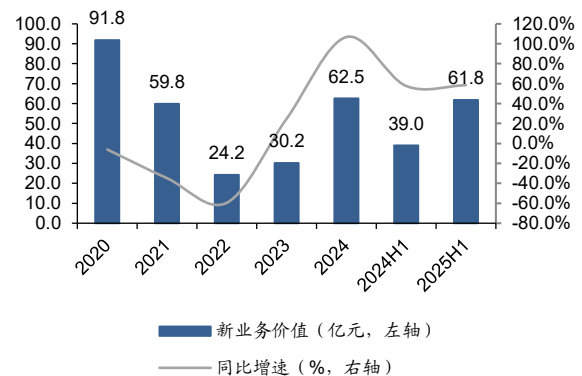
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：新华保险 2022-2025H1 加权 ROE



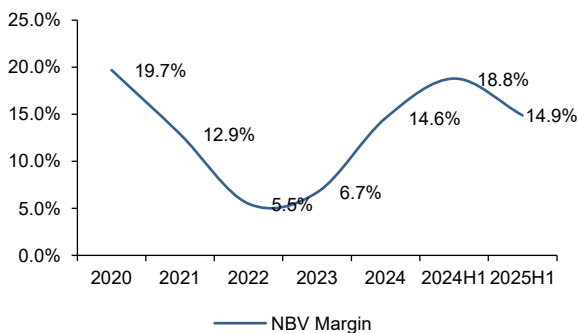
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：新华保险 2022-2025H1 新业务价值



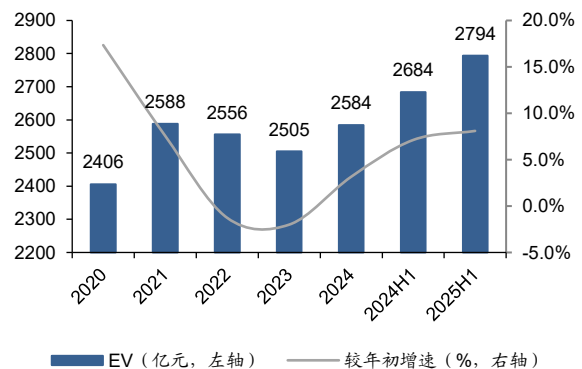
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：新华保险 2020-2025H1 新业务价值率



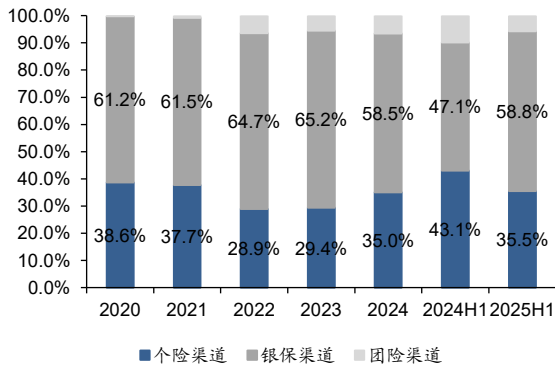
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：新华保险 2020-2025H1 内含价值



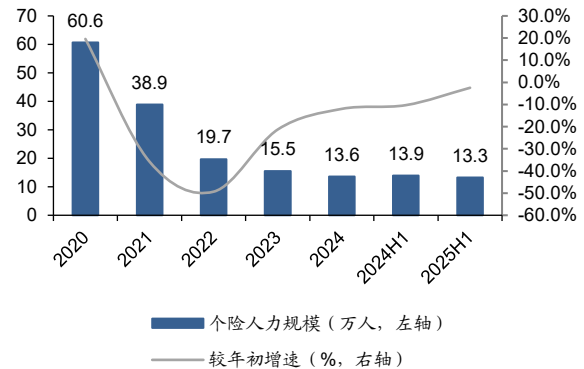
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：新华保险 2020-2025H1 新单渠道占比



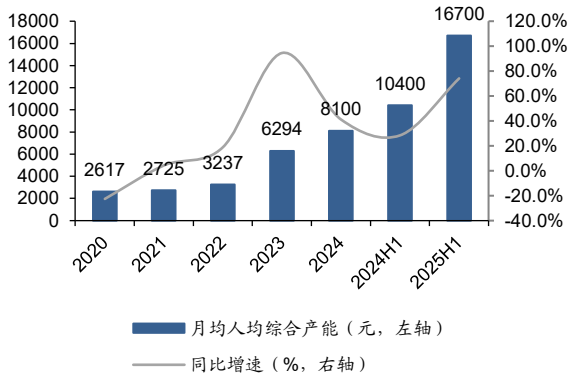
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：新华保险 2020-2025H1 个险人力规模



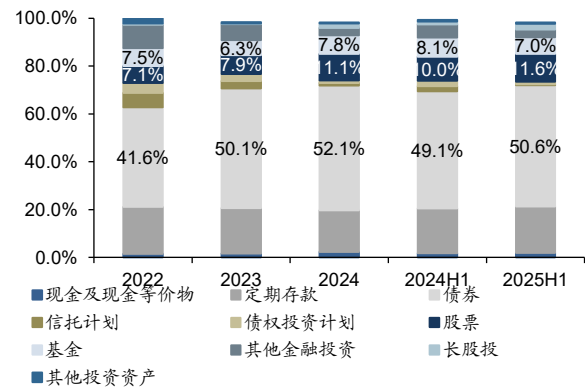
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：新华保险 2022-2025H1 月均人均综合产能



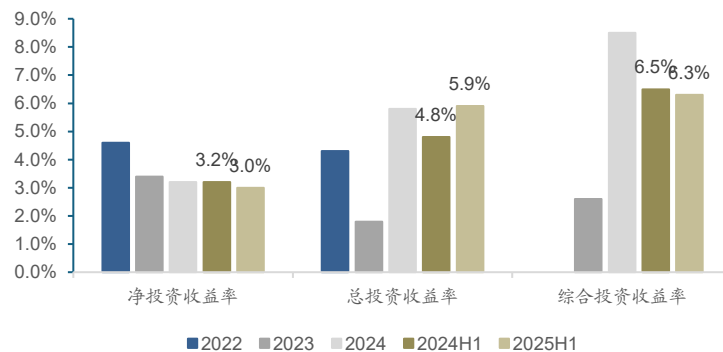
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：新华保险 2022-2025H1 投资资产占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：新华保险 2022-2025H1 投资收益率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1：上市保险公司估值及盈利预测

| 证券简称         |       | 价格（元） |       | EV（元）   |       |        | 1YrVNB（元） |        |        |
|--------------|-------|-------|-------|---------|-------|--------|-----------|--------|--------|
| A 股          | 人民币   | 2022  | 2023  | 2024    | 2025E | 2022   | 2023      | 2024   | 2025E  |
| 中国平安（601318） | 58.84 | 78.18 | 76.34 | 78.12   | 83.29 | 1.58   | 1.71      | 1.57   | 2.21   |
| 中国人寿（601628） | 41.47 | 43.54 | 44.60 | 49.57   | 53.55 | 1.27   | 1.30      | 1.19   | 1.57   |
| 新华保险（601336） | 64.69 | 81.93 | 80.30 | 82.85   | 90.82 | 0.78   | 0.97      | 2.00   | 2.91   |
| 中国太保（601601） | 39.94 | 54.01 | 55.04 | 58.42   | 61.70 | 0.96   | 1.14      | 1.38   | 1.51   |
| 中国人保（601319） | 8.71  | 6.52  | 6.92  | 7.89    | 9.08  | 0.08   | 0.15      | 0.26   | 0.39   |
| 证券简称         |       | 价格    |       | P/EV（倍） |       |        | VNBX（倍）   |        |        |
| A 股          | 人民币   | 2022  | 2023  | 2024    | 2025E | 2022   | 2023      | 2024   | 2025E  |
| 中国平安（601318） | 58.84 | 0.75  | 0.77  | 0.75    | 0.71  | -12.22 | -10.25    | -12.31 | -11.07 |
| 中国人寿（601628） | 41.47 | 0.95  | 0.93  | 0.84    | 0.77  | -1.62  | -2.40     | -6.79  | -7.69  |
| 新华保险（601336） | 64.69 | 0.79  | 0.81  | 0.78    | 0.71  | -22.20 | -16.11    | -9.06  | -8.99  |
| 中国太保（601601） | 39.94 | 0.74  | 0.73  | 0.68    | 0.65  | -14.71 | -13.25    | -13.41 | -14.42 |
| 中国人保（601319） | 8.71  | 1.34  | 1.26  | 1.10    | 0.96  | 26.20  | 12.20     | 3.16   | -0.97  |
| 证券简称         |       | 价格    |       | EPS（元）  |       |        | BVPS（元）   |        |        |
| A 股          | 人民币   | 2022  | 2023  | 2024    | 2025E | 2022   | 2023      | 2024   | 2025E  |
| 中国平安（601318） | 58.84 | 6.10  | 4.70  | 6.95    | 7.12  | 47.73  | 49.37     | 50.99  | 53.41  |
| 中国人寿（601628） | 41.47 | 2.36  | 1.63  | 3.78    | 3.80  | 12.95  | 16.88     | 18.03  | 20.09  |
| 新华保险（601336） | 64.69 | 6.89  | 2.79  | 8.41    | 9.36  | 31.41  | 33.68     | 30.85  | 27.90  |
| 中国太保（601601） | 39.94 | 3.89  | 2.83  | 4.67    | 5.11  | 20.42  | 25.94     | 30.29  | 34.20  |
| 中国人保（601319） | 8.71  | 0.57  | 0.51  | 0.97    | 1.15  | 5.04   | 5.48      | 6.08   | 6.71   |
| 证券简称         |       | 价格    |       | P/E（倍）  |       |        | P/B（倍）    |        |        |
| A 股          | 人民币   | 2022  | 2023  | 2024    | 2025E | 2022   | 2023      | 2024   | 2025E  |
| 中国平安（601318） | 58.84 | 9.65  | 12.51 | 8.46    | 8.26  | 1.23   | 1.19      | 1.15   | 1.10   |
| 中国人寿（601628） | 41.47 | 17.58 | 25.38 | 10.96   | 10.91 | 3.20   | 2.46      | 2.30   | 2.06   |
| 新华保险（601336） | 64.69 | 9.39  | 23.16 | 7.69    | 6.91  | 2.06   | 1.92      | 2.10   | 2.32   |
| 中国太保（601601） | 39.94 | 10.28 | 14.11 | 8.55    | 7.82  | 1.96   | 1.54      | 1.32   | 1.17   |
| 中国人保（601319） | 8.71  | 15.18 | 16.91 | 8.99    | 7.56  | 1.73   | 1.59      | 1.43   | 1.30   |

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（基于 2025 年 8 月 28 日收盘价）

## 新华保险财务预测表

| 主要财务指标 (百万元)  | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 利润表 (百万元)    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 (元)      |        |        |        |        | 保险服务收入       | 47812   | 48669   | 49647   | 50807   |
| 每股收益          | 8.41   | 10.04  | 10.40  | 10.80  | 利息收入         | 31917   | 33636   | 35317   | 37083   |
| 每股净资产         | 30.85  | 27.90  | 31.15  | 34.72  | 投资收益         | 16306   | 17912   | 18808   | 19748   |
| 每股内含价值        | 82.85  | 90.61  | 99.44  | 109.33 | 公允价值变动损益     | 35437   | 38981   | 40930   | 42976   |
| 每股新业务价值       | 2.00   | 2.91   | 3.34   | 3.68   | 汇兑收益         | 80      | 84      | 88      | 93      |
| 价值评估 (倍)      |        |        |        |        | 其他收益         | 36      | 38      | 40      | 42      |
| P/E           | 7.69   | 6.44   | 6.22   | 5.99   | 其他业务收入       | 967     | 1015    | 1066    | 1119    |
| P/B           | 2.10   | 2.32   | 2.08   | 1.86   | 营业收入         | 132555  | 140334  | 145896  | 151868  |
| P/EV          | 0.78   | 0.71   | 0.65   | 0.59   | 保险服务费用       | 31575   | 32121   | 32767   | 33532   |
| VNBX          | -9.06  | -8.92  | -10.40 | -12.14 | 承保财务损失       | 61185   | 64244   | 67456   | 70829   |
| 盈利能力指标 (%)    |        |        |        |        | 其他费用支出       | 43153   | 43045   | 44192   | 45488   |
| 净投资收益率        | 3.2%   | 2.9%   | 2.9%   | 2.9%   | 营业支出         | 104338  | 107290  | 111649  | 116318  |
| 总投资收益率        | 5.8%   | 5.1%   | 5.1%   | 5.1%   | 营业利润         | 28217   | 33045   | 34247   | 35550   |
| 净资产收益率        | 27.3%  | 36.0%  | 33.4%  | 31.1%  | 税前利润         | 28141   | 32965   | 34163   | 35462   |
| 总资产收益率        | 1.5%   | 1.8%   | 1.7%   | 1.7%   | 所得税          | -1908   | -1648   | -1708   | -1773   |
| 财险综合成本率       | -      | -      | -      | -      | 归属于母公司股东的净利润 | 26229   | 31313   | 32451   | 33685   |
| 财险赔付率         | -      | -      | -      | -      | 少数股东损益       | 4       | 4       | 4       | 4       |
| 财险费用率         | -      | -      | -      | -      |              |         |         |         |         |
| 盈利增长 (%)      |        |        |        |        | 资产负债表 (百万元)  | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 净利润增长率        | 201.1% | 19.4%  | 3.6%   | 3.8%   | 现金及存款投资      | 320919  | 336965  | 353813  | 371504  |
| 内含价值增长率       | 3.2%   | 9.4%   | 9.7%   | 9.9%   | 交易性金融资产      | 485928  | 510224  | 535736  | 562522  |
| 新业务价值增长率      | 106.8% | 45.0%  | 15.0%  | 10.0%  | 债权投资         | 274891  | 288636  | 303067  | 318221  |
| 偿付能力充足率 (%)   |        |        |        |        | 其他债权投资       | 470366  | 493884  | 518579  | 544507  |
| 偿付能力充足率 (核心)  | 124%   | 126%   | 127%   | 129%   | 其他权益工具投资     | 30640   | 32172   | 33781   | 35470   |
| 偿付能力充足率 (综合)  | 218%   | 219%   | 221%   | 222%   | 长期股权投资       | 30245   | 31757   | 33345   | 35012   |
| 内含价值 (百万元)    |        |        |        |        | 其他资产         | 79308   | 83273   | 87437   | 91809   |
| 调整后净资产        | 189233 | 211941 | 237374 | 265859 | 资产总计         | 1692297 | 1776912 | 1865757 | 1959045 |
| 有效业务价值        | 69215  | 70733  | 72845  | 75195  | 保险合同负债       | 1366090 | 1434395 | 1506114 | 1581420 |
| 内含价值          | 258448 | 282674 | 310219 | 341054 | 卖出回购金融资产款    | 171588  | 181708  | 190172  | 199004  |
| 一年新业务价值       | 6253   | 9067   | 10427  | 11470  | 应付债券         | 30384   | 32176   | 33675   | 35239   |
| 核心内含价值回报率 (%) | 10.4%  | 11.5%  | 11.7%  | 11.7%  | 其他负债         | 27966   | 41578   | 38607   | 35045   |
| 寿险新业务保费 (百万元) |        |        |        |        | 负债总计         | 1596028 | 1689856 | 1768567 | 1850707 |
| 趸缴新单保费        | -      | -      | -      | -      | 实收资本         | 3120    | 3120    | 3120    | 3120    |
| 期缴新单保费        | -      | -      | -      | -      | 归属于母公司股东权益   | 96240   | 87027   | 97161   | 108309  |
| 新业务合计         | 44941  | 42683  | 44715  | 46951  | 少数股东权益       | 29      | 29      | 29      | 29      |
| 新业务保费增长率 (%)  | 2.5%   | -5.0%  | 4.8%   | 5.0%   | 负债和所有者权益合计   | 1692297 | 1776912 | 1865757 | 1959045 |
| 标准保费          | -      | -      | -      | -      |              |         |         |         |         |
| 标准保费增长率 (%)   | -      | -      | -      | -      |              |         |         |         |         |

数据来源:Wind, 东吴证券研究所, 预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>