

# 新华保险 2025 年中报点评：资负共振，推动业绩延续向好

## 新华保险（601336.SH）

|        |       |              |             |
|--------|-------|--------------|-------------|
| 评级：    | 买入    | 股票代码：        | 601336.SH   |
| 上次评级：  | 买入    | 52 周最高价/最低价： | 71.16/30.13 |
| 目标价格：  |       | 总市值(亿)       | 1,876.90    |
| 最新收盘价： | 68.24 | 自由流通市值(亿)    | 1,423.10    |
|        |       | 自由流通股数(百万)   | 2,085.44    |

### 事件概述

新华保险发布 2025 年中报。2025H1，公司实现营业收入 700.41 亿元，同比+26.0%；归母净利润 147.99 亿元，同比+33.5%；期末归母净资产 834.07 亿元，较上年末-13.3%；加权平均 ROE 为 15.93%，同比+4.72pp。截至 2025 年 6 月 30 日，公司内含价值 2,793.94 亿元，较上年末+8.1%；上半年 NBV 达 61.82 亿元，同比+58.4%。公司拟派发 2025 年中期现金红利每股 0.067 元（含税），同比+24.1%，分红比例为 14.1%。

### 分析判断：

#### ▶ 个险银保新单均表现亮眼，驱动 NBV 高增。

2025H1 公司 NBV 表现亮眼，同比+58.4%至 61.82 亿元，主要系首年期交保费快速增长及业务品质提升。公司长险首年保费 396.22 亿元，同比+113.1%，其中长险首年期交保费 255.28 亿元，同比+64.9%。分渠道来看，个险渠道实现长险首年保费 145.06 亿元，同比+70.8%，其中长险首年期交保费 142.48 亿元，同比+72.5%。公司个险代理人月均绩优率同比有所提升，月均人均综合产能同比+74%。银保渠道受益于低基数及拓展银行渠道合作等，实现长险首年保费 249.39 亿元，同比+150.3%，其中长险首年期交保费 111.04 亿元，同比+55.4%。

#### ▶ 总投资收益率大幅提升。

截至 2025 年上半年末，公司投资资产达 1.71 万亿元，较上年末+5.1%。其中，债券/股票/基金投资比例分别较去年末-1.5pp/+0.5pp/-0.7pp。公司高股息 OCI 类权益工具投资由年初的 306.40 亿元增长至 374.66 亿元，增长 68.26 亿元。2025 上半年，公司投资组合综合投资收益 480.40 亿元，同比+12.8%；年化综合投资收益率为 6.3%，同比-0.2pp。总投资收益 452.88 亿元，同比+43.3%；年化总投资收益率为 5.9%，同比+1.1pp，我们预计主要得益于公司把握权益市场机会兑现投资收益。净投资收益 234.60 亿元，同比+9.2%；年化净投资收益率为 3.0%，同比-0.2pp，我们预计主要受长端利率下行影响。

### 投资建议

我们看好公司负债端结构持续优化以及资产端权益弹性空间。我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 1,326/1,349/1,373 亿元；预计 2025-2027 年归母净利润为 262/267/272 亿元；预计 2025-2027 年 EPS 为 8.41/8.55/8.71 元；预计 2025-2027 年 NBV 为 67/72/77 亿元。对应 2025 年 8 月 29 日收盘价 68.24 元的 PEV 分别为 0.76/0.70/0.64 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济大幅波动风险；权益市场震荡风险；利率大幅下行风险。

## 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2023A  | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 71,547 | 132,555 | 132,618 | 134,868 | 137,331 |
| YoY (%)    | -33.78 | 85.27   | 0.05    | 1.70    | 1.83    |
| 归母净利润(百万元) | 8,712  | 26,229  | 26,238  | 26,681  | 27,166  |
| YoY (%)    | -59.48 | 201.07  | 0.03    | 1.69    | 1.82    |
| NBV (百万元)  | 3,024  | 6,253   | 6,675   | 7,166   | 7,707   |
| YoY (%)    | 24.80  | 106.78  | 6.74    | 7.36    | 7.55    |
| EPS (元)    | 2.79   | 8.41    | 8.41    | 8.55    | 8.71    |
| EVPS (元)   | 80.29  | 82.84   | 90.14   | 98.08   | 106.72  |
| PE         | 24.44  | 8.12    | 8.11    | 7.98    | 7.84    |
| PEV        | 0.85   | 0.82    | 0.76    | 0.70    | 0.64    |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 罗惠洲

邮箱: luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

**资产负债表 (单位: 百万元)**

| 至12月31日        | 2024             | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金           | 38,461           | 44,230           | 50,865           | 58,494           |
| 买入返售金融资产       | 5,436            | 6,251            | 7,189            | 8,267            |
| 其他应收款          | 8,844            | 10,171           | 11,696           | 13,451           |
| 定期存款           | 282,458          | 324,827          | 373,551          | 429,583          |
| 交易性金融资产        | 485,928          | 558,817          | 642,640          | 739,036          |
| 债权投资           | 274,891          | 316,125          | 363,543          | 418,075          |
| 其他债权投资         | 470,366          | 540,921          | 622,059          | 715,368          |
| 其他权益投资工具       | 30,640           | 35,236           | 40,521           | 46,600           |
| 分出再保险合同资产      | 10,812           | 12,434           | 14,299           | 16,444           |
| 长期股权投资         | 30,245           | 34,782           | 39,999           | 45,999           |
| 存出资本保证金        | 1,807            | 2,078            | 2,390            | 2,748            |
| 投资性房地产         | 9,055            | 10,413           | 11,975           | 13,772           |
| 固定资产           | 15,651           | 17,999           | 20,698           | 23,803           |
| 在建工程           | 2,339            | 2,690            | 3,093            | 3,557            |
| 使用权资产          | 847              | 974              | 1,120            | 1,288            |
| 其他资产           | 785              | 903              | 1,038            | 1,194            |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,692,297</b> | <b>1,946,142</b> | <b>2,238,063</b> | <b>2,573,772</b> |
| 交易性金融负债        | 8,549            | 9,822            | 11,292           | 12,987           |
| 衍生金融负债         | 4                | 5                | 5                | 6                |
| 卖出回购金融资产款      | 171,588          | 197,148          | 226,639          | 260,659          |
| 预收保费           | 336              | 386              | 444              | 510              |
| 应付手续费及佣金       | 1,756            | 2,018            | 2,319            | 2,668            |
| 应付职工薪酬         | 5,315            | 6,107            | 7,020            | 8,074            |
| 应交税费           | 174              | 200              | 230              | 264              |
| 其他应付款          | 9,231            | 10,606           | 12,193           | 14,023           |
| 保险合同负债         | 1,366,090        | 1,569,583        | 1,804,375        | 2,075,225        |
| 应付债券           | 30,384           | 34,910           | 40,132           | 46,156           |
| 租赁负债           | 715              | 822              | 944              | 1,086            |
| 其他负债           | 1,229            | 1,412            | 1,623            | 1,867            |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,596,028</b> | <b>1,833,773</b> | <b>2,108,085</b> | <b>2,424,524</b> |
| 股本             | 3,120            | 3,120            | 3,120            | 3,120            |
| 资本公积           | 23,970           | 23,969           | 23,969           | 23,968           |
| 未分配利润          | 108,176          | 118,994          | 130,893          | 143,982          |
| 归属母公司股东权益      | 96,240           | 112,335          | 129,939          | 149,203          |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>96,269</b>    | <b>112,368</b>   | <b>129,978</b>   | <b>149,248</b>   |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1,692,297</b> | <b>1,946,142</b> | <b>2,238,063</b> | <b>2,573,772</b> |

**利润表 (单位: 百万元)**

| 至12月31日      | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>132,555</b>  | <b>132,618</b>  | <b>134,868</b>  | <b>137,331</b>  |
| 保险服务收入       | 47,812          | 47,948          | 49,280          | 50,814          |
| 利息收入         | 31,917          | 30,321          | 29,715          | 29,120          |
| 投资收益         | 16,306          | 16,558          | 16,810          | 17,062          |
| 公允价值变动损益     | 35,437          | 36,687          | 37,937          | 39,187          |
| <b>营业支出</b>  | <b>-104,338</b> | <b>-104,388</b> | <b>-106,158</b> | <b>-108,098</b> |
| 保险服务费用       | -31,575         | -31,590         | -32,126         | -32,713         |
| 分出保费的分摊      | -1,918          | -1,919          | -1,951          | -1,987          |
| 承保财务损失       | -61,185         | -61,214         | -62,252         | -63,390         |
| 利息支出         | -3,166          | -3,168          | -3,221          | -3,280          |
| 业务及管理费       | -3,062          | -3,063          | -3,115          | -3,172          |
| 其他业务成本       | -659            | -659            | -670            | -683            |
| <b>营业利润</b>  | <b>28,217</b>   | <b>28,230</b>   | <b>28,709</b>   | <b>29,234</b>   |
| <b>利润总额</b>  | <b>28,141</b>   | <b>28,151</b>   | <b>28,626</b>   | <b>29,146</b>   |
| <b>净利润</b>   | <b>26,233</b>   | <b>26,242</b>   | <b>26,685</b>   | <b>27,170</b>   |
| <b>归母净利润</b> | <b>26,229</b>   | <b>26,238</b>   | <b>26,681</b>   | <b>27,166</b>   |

**主要财务比率**

| 至12月31日         | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 内含价值            | 258,448 | 281,222 | 305,998 | 332,975 |
| 新业务价值           | 6,253   | 6,675   | 7,166   | 7,707   |
| <b>成长能力 (%)</b> |         |         |         |         |
| 内含价值增长          | 3.17    | 8.81    | 8.81    | 8.82    |
| 新业务价值增长         | 106.78  | 6.74    | 7.36    | 7.55    |
| 营业收入增长          | 85.27   | 0.05    | 1.70    | 1.83    |
| 归母净利润增长         | 201.07  | 0.03    | 1.69    | 1.82    |
| <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |
| ROE             | 27.25   | 23.35   | 20.53   | 18.20   |
| ROA             | 1.55    | 1.35    | 1.19    | 1.06    |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |         |         |
| EVPS            | 82.84   | 90.14   | 98.08   | 106.72  |
| EPS             | 8.41    | 8.41    | 8.55    | 8.71    |
| BPS             | 30.85   | 36.00   | 41.65   | 47.82   |
| <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |
| PEV             | 0.82    | 0.76    | 0.70    | 0.64    |
| PE              | 8.12    | 8.11    | 7.98    | 7.84    |
| PB              | 2.21    | 1.90    | 1.64    | 1.43    |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资评级 | 说明                             |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%   |
|                                  | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  |
|                                  | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                  | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间   |
|                                  | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%   |
| 行业评级标准                           |      |                                |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
|                                  | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                  | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。