



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月30日

相关研究

【兴证非银】新华保险：NBV与净利润延续较快增长，关注分红险转型成效-2025.05.05

【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)

投资及净利润亮眼，NBV在银保支撑下延续高增

投资要点

- 业绩概览：整体符合预期。1) 2025H1 归母净利润同比+33.5%至148亿元，核心驱动因素为总投资收益在浮盈兑现带动下（兑现75亿元TPL浮盈）同比+43.3%，符合预期。2) 不追溯口径下NBV同比+58.4%（未披露可比口径），高增长主要得益于新单保费大幅提升，符合预期。3) EV较年初+8.1%，符合预期。存量CSM较年初+0.7%，新增CSM同比+8.7%，略超预期。4) 归母净资产较年初-13.3%，主要受准备金折现率使用60天移动曲线导致负债大幅增加影响，低于预期。5) 中期DPS同比+24.1%至0.67元，符合预期。
- 新单增速亮眼，银保NBV贡献持续提升。1) 新单保费同比+101%，主要得益于中短期储蓄型产品运作带来的保费规模扩张，其中个险、银保新单分别同比+65.2%、+150.2%。2) 聚焦长期期交业务，个险长期险首年期交同比+72.5%，银保长期险首年期交同比+55.4%。3) 代理人产能同比提升，但月均绩优和万C人力同比下降。月均绩优人力同比-3%，月均绩优率同比提升0.8pct至13.3%；月均万C人力同比-9%，万C人力占比3.2%，同比持平；月人均综合产能同比+74%。4) 代理人较年初下降2.2%至13.3万人，持续关注“XIN一代”计划落地后优增优育效果。5) 业务品质继续改善。13、25个月保单继续率分别+1.2、+6.9个百分点至96.2%、92.5%，助力后续价值率和续期业务增长。6) 个险、银保NBV分别同比+11.7%、+137%，银保NBV占比同比+17.5pct至52.8%，超越个险成为价值的主要贡献渠道。
- 增配股票减配债券，投资收益稳定增长。1) 债券占比较2024年末-1.5pct至50.6%，股票占比+0.3pct至11.6%，其中OCI高股息股票规模从2024年末的306亿元增加到374亿元，占股票比重从16.9%提升至18.8%。2) 年化NII、TII、CII分别同比-0.2、+1.1、-0.2pct至3.0%、5.9%、6.3%，注意CII计算包含OCI债券浮盈，与平安、太保等口径有较大差异。TII增加预计受投资资产买卖价差获益影响（当期兑现TPL收益75亿元，同期为-81亿元），CII减少主要受OCI债权公允价值变动较同期减少影响。3) 估算2025H1OCI-权益工具投资价格涨幅约6.0%，同比-0.8pct；OCI-债权投资价格涨幅约0.04%，同比-3.1pct。
- 投资建议：继续看好。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最高，在权益市场回暖时期β机会突出。2) 得益于积极的产品策略、新单有望保持较快增长，叠加NBVM的继续改善，NBV或延续高增，在主要同业中有望领先，为估值修复提供支撑。
- 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	1,184	1,299	1,397	资产				
保险服务收入	478	517	551	586	货币资金	385	217	298	374
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	76
其中：对联营企业和合营企	5	7	8	9	其他应收款	88	97	109	124
业的投资收益					定期存款	2,825	3,157	3,533	4,006
公允价值变动收益	354	206	238	292	金融投资：				
其他业务收入	10	10	11	11	交易性金融资产	4,859	5,249	5,670	6,198
二、营业支出	-1,043	-930	-1,000	-1,064	债权投资	2,749	2,708	2,623	2,512
保险服务费用	-316	-309	-330	-350	其他债权投资	4,704	5,621	6,698	8,057
分出保费的分摊	-19	-19	-20	-21	其他权益工具投资	306	525	791	1,128
减：摊回保险服务费用	16	16	17	18	分出再保险合同资产	108	108	108	108
承保财物损失	-612	-505	-544	-575	长期股权投资	302	338	378	429
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	-33	-35	-38	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	254	298	332	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	57
减：营业外支出	-1	-1	-1	-1	递延所得税资产	197	217	243	275
四、利润总额	281	253	297	331	其他资产	8	9	10	11
减：所得税费用	-19	-17	-20	-22	资产合计	16,923	18,650	20,885	23,671
五、净利润	262	236	277	309	负债及股东权益				
持续经营净利润	262	236	277	309	交易性金融负债	85	98	108	119
归属于母公司股东的净利润	262	236	277	309	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	19	20	22
营业收入	1,326	1,184	1,299	1,397	应付职工薪酬	53	55	56	58
YOY	85.3%	-10.7%	9.6%	7.6%	应交税费	2	2	2	2
归属于母公司股东的净利润	262	236	277	309	其他应付款	92	106	117	128
YOY	201.1%	-10.0%	17.4%	11.5%	保险合同负债	13,661	14,954	16,591	18,670
集团内含价值	2,584	2,845	2,947	3,212	应付债券	304	380	475	593
YOY	3.2%	10.1%	3.6%	9.0%	租赁负债	7	9	11	14
新业务价值	63	91	93	103	递延收益	5	6	7	9
YOY	106.8%	45.9%	2.3%	10.7%	递延所得税负债	2	3	3	4
EPS (元)	8.41	7.57	8.88	9.90	其他负债	12	16	20	25
BPS (元)	30.85	32.89	41.68	52.45	负债合计	15,960	17,624	19,584	22,035
EVPS (元)	82.85	91.19	94.48	102.97	归属于母公司股东权益合计	962	1,026	1,300	1,636
PE (倍)	7.69	8.55	7.28	6.53	少数股东权益	0	0	0	0
PB (倍)	2.10	1.97	1.55	1.23	股东权益合计	963	1,026	1,301	1,637
PEV (倍)	0.78	0.71	0.68	0.63					

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 8 月 28 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.xyqz.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、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反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@xyqz.com.cn	邮箱：research@xyqz.com.cn	邮箱：research@xyqz.com.cn