

新华保险 (601336.SH)

投资牵引净利润延续高增

公司披露 2025 年三季报, 寿险 NBV 同比+50.8%; 归母净利润 328.57 亿, 同比+58.9%, Q3 单季同比+88.2%; 归母净资产 1005.08 亿, 较年初+4.4%。

- **NBV 增速环比略有下降, 渠道建设深化转型。**1) 前三季度公司寿险 NBV 同比+50.8% (非重述口径), 增速较 H1 (+58.4%) 略有下滑; 新单保费 580.85 亿, 同比+55.2%, Q3 单季同比-3.7%, 较 Q1 (+130.8%) 和 Q2 (+56.0%) 单季增速下滑明显, 预计是公司推动浮动收益型产品转型叠加去年同期高基数的影响。2) 业务结构和品质持续优化, 前三季度长期险首年保费收入 545.69 亿, 同比+59.8%; 长期险首年期交保费收入 349.00 亿, 同比+41.0%; 退保率 1.2%, 同比-0.1pt, 个人寿险业务 13 个月及 25 个月继续率同比持续提升。3) 个险渠道推动营销队伍向专业化、职业化方向转型, 前三季度累计新增人力超过 3 万, 同比增长超 140%, 人均产能同比增长达 50%; 银保渠道持续优化布局, 深化网点深耕与产能提升, 长期险趸交保费同比+114.9%是主要发力点。
- **权益投资较好把握市场机会, 投资收益率大幅改善。**三季度末公司投资资产 17701.85 亿, 较年初+8.6%, 积极响应保险资金入市号召, 持续优化资产配置结构。得益于资本市场回稳向好, 前三季度公司年化总投资收益率 8.6%, 同比+1.8pt; 年化综合投资收益率 6.7%, 同比-1.4pt, 预计主要是利率波动影响 OCI 债券公允价值收益。
- **净利润延续高增, 净资产持续提升。**1) 前三季度公司实现归母净利润 328.57 亿, 同比+58.9% (此前预增公告增速为 45%-65%), Q3 单季同比+88.2%。从利源分析来看, 保险服务业绩同比+6.1%, 投资收益+公允价值变动损益同比+58.7%是驱动利润高增的主要因素。2) 三季度末公司归母净资产 1005.08 亿, 较年初+4.4%增速转正, 主要是 Q3 净利润大幅增加的正向贡献。3) 核心偿付能力充足率 154.3%, 环比-16.5pt, 预计一定程度上是受权益投资规模增加以及 750 曲线收益率变化影响。
- **投资建议:** 前三季度公司净利润和 NBV 在高基数上保持较快增长, 权益投资策略灵活, 充分享受股市上涨弹性。考虑到公司最新业绩表现和股市向好, 我们调整盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 376.63/433.57/500.07 亿, 对应增速+44%/+15%/+15%, 维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示:** 寿险发展受困, 产品吸引力下降, 队伍转型低于预期, 经济增长乏力, 监管收紧, 股市低迷, 利率下行。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	71547	132555	167644	171285	177380
同比增长	-0.3378	85%	26%	2%	4%
营业利润(百万元)	5544	28217	32453	35453	45261
同比增长	-0.749	409%	15%	9%	28%
归母净利润(百万元)	8712	26229	37663	43357	50007
同比增长	-0.5948	201%	44%	15%	15%
每股收益(元)	2.79	8.41	12.07	13.90	16.03
PE	24.3	8.1	5.6	4.9	4.2
PB	2.0	2.2	1.8	1.7	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

总量研究/非银行金融

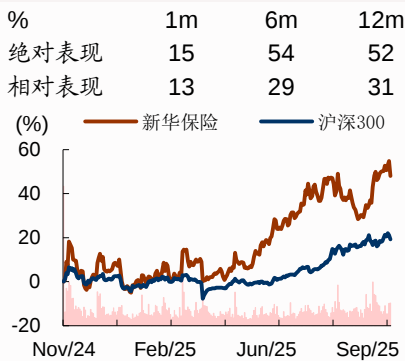
目标估值:

当前股价: 67.81 元

基础数据

总股本 (百万股)	3120
已上市流通股 (百万股)	2085
总市值 (十亿元)	211.5
流通市值 (十亿元)	141.4
每股净资产 (MRQ)	32.2
ROE (TTM)	38.2
资产负债率	94.5%
主要股东	中央汇金投资有限责任公司
主要股东持股比例	31.34%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《新华保险 (601336) —NBV 和利润表现亮眼, 持续关注净资产变化》2025-05-03
- 2、《新华保险 (601336) —利润创历史新高, 分红显著超预期》2025-04-08
- 3、《新华保险 (601336) —资负共振, NBV 和利润增速均领先》2024-10-31

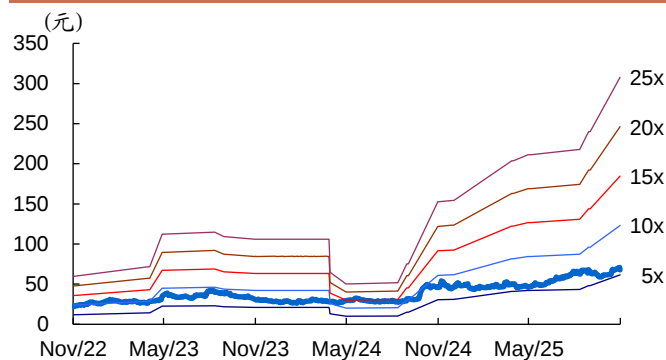
郑积沙 S1090516020001

zhengjisha@cmschina.com.cn

张晓彤 S1090524120006

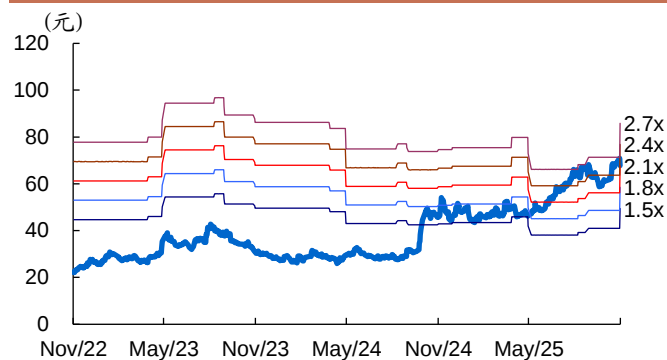
zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

图 1: 新华保险历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 新华保险历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

表 1: 资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	21,808	38,461	33,034	38,750	45,709
衍生金融资产	2	0	2	2	2
买入返售金融资产	5,265	5,436	8,920	8,126	9,203
其他应收款	13,529	8,844	12,124	14,792	14,572
定期存款	255,984	282,458	336,005	366,454	404,767
金融投资：					
交易性金融资产	380,239	485,928	524,191	580,803	655,610
债权投资	313,148	274,891	362,160	401,273	425,075
其他债权投资	347,262	470,366	493,482	546,778	623,117
其他权益工具投资	5,370	30,640	20,599	22,824	31,055
分出再保险合同资产	9,802	10,812	13,832	14,387	16,029
长期股权投资	5,174	30,245	16,499	21,051	28,520
存出资本保证金	1,784	1,807	2,349	2,490	2,726
投资性房地产	9,383	9,055	12,461	12,953	14,123
固定资产	15,979	15,651	21,101	22,110	24,126
在建工程	2,039	2,339	2,743	2,980	3,315
使用权资产	881	847	1,215	1,231	1,349
无形资产	4,063	4,054	5,375	5,656	6,186
递延所得税资产	10,709	19,678	16,126	19,317	22,877
其他资产	836	785	1,551	1,308	1,488
资产总计	1,403,257	1,692,297	1,878,450	2,081,322	2,326,918
交易性金融负债	3,592	8,549	4,776	7,068	8,532
衍生金融负债	0	4	2	2	4
卖出回购金融资产款	106,987	171,588	134,607	173,736	199,215
预收保费	274	336	475	451	519
应付手续费及佣金	1,571	1,756	2,189	2,318	2,577
应付职工薪酬	3,915	5,315	6,020	6,368	7,306
应交税费	125	174	245	225	265
其他应付款	12,217	9,231	16,217	15,915	16,889
保险合同负债	1,146,497	1,366,090	1,555,629	1,710,407	1,908,754
应付债券	20,262	30,384	25,630	32,091	36,515

租赁负债	760	715	1,058	1,066	1,163
递延收益	470	457	636	658	719
递延所得税负债	56	200	129	158	204
其他负债	1,439	1,229	2,380	2,106	2,336
负债合计	1,298,165	1,596,028	1,763,611	1,957,608	2,192,521
股本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
资本公积	23,979	23,970	23,985	23,978	23,978
其他综合收益	-51,093	-81,803	-56,677	-63,191	-67,224
盈余公积	21,721	25,039	26,291	27,868	30,098
一般风险准备	15,216	17,738	18,802	20,306	22,337
未分配利润	92,124	108,176	99,288	111,600	122,051
归属于母公司股东的股东权益合计	105,067	96,240	114,810	123,682	134,361
少数股东权益	25	29	29	33	37
股东权益合计	105,092	96,269	114,839	123,714	134,397
负债及股东权益总计	1,403,257	1,692,297	1,878,450	2,081,322	2,326,918

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、营业收入	71,547	132,555	167,644	171,285	177,380
保险服务收入	48,045	47,812	50,203	53,215	57,472
利息收入	32,268	31,917	31,877	31,836	31,694
投资收益	-3,775	16,306	48,918	51,364	53,932
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-639	528	1,750	546	941
以摊余成本计量的金融资产终止确认收益	0	2,890	2,342	1,744	2,325
公允价值变动收益	-6,124	35,437	35,437	33,665	32,992
汇兑收益	113	80	215	136	144
其他收益	62	36	22	13	8
其他业务收入	958	967	973	1,056	1,139
二、营业支出	-66,003	-104,338	-135,191	-135,832	-132,119
保险服务费用	-33,252	-31,575	-32,574	-35,501	-37,862
分出保费的分摊	-2,448	-1,918	-1,868	-2,275	-2,300
减：摊回保险服务费用	1,681	1,583	1,691	1,805	1,929
承保财务损失	-26,800	-61,185	-90,365	-87,804	-80,461
减：分出再保险财务收益	261	338	274	319	355
利息支出	-2,086	-3,166	-3,571	-4,244	-4,137
税金及附加	-95	-89	-163	-170	-156
业务及管理费	-2,370	-3,062	-2,816	-3,006	-3,384
信用减值损失	-307	-3,415	-1,679	-2,288	-2,905
资产减值损失	0	-1,190	-3,066	-1,557	-2,149
其他业务成本	-587	-659	-1,054	-1,111	-1,049
三、营业利润	5,544	28,217	32,453	35,453	45,261
加：营业外收入	68	17	61	49	42
减：营业外支出	-97	-93	-99	-96	-96
四、利润总额	5,515	28,141	32,415	35,405	45,207
减：所得税费用	3,201	-1,908	5,257	7,964	4,812
五、净利润	8,716	26,233	37,673	43,369	50,019
归属于母公司股东的净利润	8,712	26,229	37,663	43,357	50,007
少数股东损益	4	4	10	13	12

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。