

新华保险（601336.SH）

资产收益提升，负债转型兑现

优于大市

核心观点

投资端表现亮眼，负债端转型成效显著。2025年前三季度，公司实现营业收入1372.52亿元，同比增长28.3%；实现归母净利润328.57亿元，同比增长58.9%。单季度来看，公司业绩弹性更为突出。实现营业收入672.11亿元，同比增长30.8%；实现归母净利润180.58亿元，同比大幅增长88.2%。业绩高增的核心驱动力在于投资端表现优异，受益于前三季度资本市场回暖，公司投资收益在去年高基数上继续实现同比大幅增长。

保费与价值齐升，渠道与产品转型成效显著。负债端延续高质量增长态势，新业务价值（NBV）在前三季度实现同比50.8%的高速增长，为未来利润释放奠定坚实基础。前三季度原保险保费收入同比增长18.6%至1727.05亿元。其中，长期险首年保费作为价值增长的核心驱动力，同比大幅增长59.8%至545.69亿元，期交与趸交业务均实现快速增长，分别同比增长41.0%和109.2%。为应对预定利率下调带来的挑战，公司自二季度起坚定推动分红险转型，并将其作为各渠道业务发展的重点。

渠道改革成效凸显，银保与个险双轮驱动。银保渠道已成为公司增长的核心引擎。公司将银保渠道提升至战略高度，深化与银行的合作关系，并实施“一行一策”的精细化运营策略。前三季度，银保渠道长期险首年保费同比大增66.7%至359.38亿元，其中期交保费同比增长32.9%。个险渠道改革成效显著。通过深化“强基工程”和落地“XIN一代”计划，队伍专业化、职业化转型取得突破性进展。前三季度累计新增人力超3万人，同比增长超140%，人均产能同比提升50%。个险渠道长期险首年保费同比增长48.5%，其中期交保费同比增长49.2%。

权益投资贡献核心增量，收益率领跑同业。三季度，公司实现年化总投资收益率8.6%，年化综合投资收益率6.7%，在上市同业中表现突出。公司维持约20%的较高权益仓位，是其业绩弹性的重要来源。在此基础上，公司积极优化内部结构：1）增配OCI（其他权益工具投资）和长股投资资产，以平滑市场波动对利润表的影响；2）重点布局高股息资产以增厚底仓收益，同时积极把握科技、成长等领域的结构性机会；3）灵活调整A股与港股的配置，港股投资持续贡献良好收益。

投资建议：公司持续推进负债端产品及渠道转型，资产端相对较高的权益配置规模铸就更好的资产收益弹性。我们上调公司2025年至2027年盈利预测，预计公司EPS为13.13/15.45/15.57元/股（原为8.28/8.93/9.02元/股），当前股价对应P/EV为0.78/0.72/0.66x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；长端利率下行；资产收益下行等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	71,547	132,555	160,552	172,287	176,166
(+/-%)	-66.62%	85.27%	21.12%	7.31%	2.25%
归母净利润(百万元)	8,712	26,229	40,951	48,208	48,590
(+/-%)	-11.30%	201.07%	56.13%	17.72%	0.79%
摊薄每股收益(元)	2.79	8.41	13.13	15.45	15.57
每股内含价值	80.29	82.84	90.70	99.15	108.23
(+/-%)	48.07%	3.17%	9.49%	9.32%	9.16%
PEV	0.88	0.86	0.78	0.72	0.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

非银金融·保险 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王京灵

0755-22941150

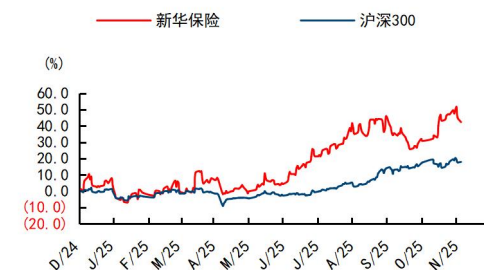
wangjingling@guosen.com.cn

S0980525070007

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	66.55元
总市值/流通市值	207606/207606百万元
52周最高价/最低价	73.19/44.25元
近3个月日均成交额	1577.08百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《新华保险（601336.SH）-转型兑现，盈利提升》——2025-08-29
- 《新华保险（601336.SH）-投资收益贡献提升，产品结构显著优化》——2025-04-30
- 《新华保险（601336.SH）-投资收益高弹性，净利润历史新高》——2025-03-28
- 《新华保险（601336.SH）-改革成果夯实，实现保费“开门红”》——2025-02-14
- 《新华保险（601336.SH）-资产收益高弹性，利润贡献提升》——2024-10-31

2023 年，保险行业新会计准则实施，资产端收益波动直接加大保险公司利润表波动，叠加 2025 年前三季度资本市场出现大幅反弹，公司营收及利润实现高增。2025 年前三季度，公司实现营业收入 1372.52 亿元，同比增长 28.3%；实现归母净利润 328.57 亿元，同比增长 58.9%。单季度来看，公司业绩弹性更为突出。实现营业收入 672.11 亿元，同比增长 30.8%；实现归母净利润 180.58 亿元，同比大幅增长 88.2%。业绩高增的核心驱动力在于投资端表现优异，受益于前三季度资本市场回暖，公司投资收益在去年高基数上继续实现同比大幅增长。新金融工具准则调整对险企利润表波动的影响主要体现在以下两方面：**第一**，大量权益资产被指定为 FVTPL 计量，直接加大利润表波动。按照新金融工具准则规定，权益资产被指定为 FVOCI 后，该决策不可撤销，只有分红可计入损益，处置时买卖价差不得计入损益，只能计入留存收益，因此保险公司将大量权益资产归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL），资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。**第二**，利润表中与投资收益核算有关的科目发生变化。旧准则下与投资收益核算相关的主要科目是投资收益、公允价值变动损益和资产减值损失；新准则下的主要相关科目是利息收入、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失，具体计算公式及计算过程请参考上表。其中，“利息收入”反映新金融工具准则下对分类为以摊余成本计量的金融资产和分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产按照实际利率法计算的利息收入。综上，投资端业绩弹性直接驱动公司业绩的高增长。我们基于公司 2023 年及 2024 年业绩表现，对 2025 年至 2027 年盈利能力进行预测，其中核心假设如下：

- 1. 保险服务收入：**考虑到当前行业负债端仍处于产品结构化转型的关键时期，叠加严监管态势，我们预计公司 2025 年至 2027 年保险服务收入增速分别为 2%/5%/5%。
- 2. 利息收入：**2025 年，长端利率上行企稳，带动险企利息收入预期提升，叠加 OCI 账户布局持续加深，因此我们预计公司 2025 年至 2027 年利息收入增速分别为 4%/5%/5%。
- 3. 投资净收益：**2025 年，受资本市场反弹及长债利率持续走低等因素影响，公司公允价值变动收益大幅提升。后续公司投资收益及公允价值变动收益仍与资本市场表现相关。考虑到前三季度资本市场整体走势较好，我们预计公司 2025 年至 2027 年投资净收益同比变动分别为+160%/+15%/+2%。

表1: 新华保险利润核心科目及预测 (单位: 百万元, %)

	2023	2024	2025E		2026E		2027E		调整理由
	金额	金额	金额	增速	金额	增速	金额	增速	
营业收入	71,547	132,555	160,552	21%	172,287	7%	176,166	2%	
保险服务收入	不适用	47,812	48,731	2%	51,168	5%	53,726	5%	
利息收入	不适用	31,917	33,194	4%	34,853	5%	36,596	5%	2025 年, 长端利率上行企稳, 带动险企利息收入预期提升。
投资净收益	-3,775	16,306	42,396	160%	48,755	15%	49,730	2%	近年来, 新会计准则实施叠加资本市场反弹, 带动险企资产端收益预期提升, 险企进一步优化资产配置结构, 短期投资收益实现大幅反弹。
公允价值变动净收益	-6,124	35,437	35,083	-1%	36,311	4%	34,858	-4%	
营业支出	66,003	104,338	117,550	13%	121,675	4%	125,153	3%	
保险服务费用	不适用	31,575	33,066	5%	34,013	3%	34,987	3%	
承保财物损失	不适用	61,185	79,541	30%	82,722	4%	85,204	3%	
营业利润	5544	28217	43002	52%	50612	18%	51013	1%	受益于投资相关受益预期提升, 预计公司营业利润将显著提升。
净利润	5,515	28,141	42,926	53%	50,533	18%	50,933	1%	受益于投资相关受益预期提升, 预计公司净利润将显著提升。
归母净利润	8,712	26,229	40,951	56%	48,208	18%	48,590	1%	受益于投资相关受益预期提升, 预计公司归母净利润将显著提升。

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21,808	38,461	40,384	42,403	44,523	保险业务收入	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
应收保费	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	保险服务收入	48,045	47,812	48,731	51,168	53,726
买入返售金融资产	5,265	5,436	5,436	5,436	5,436	利息收入	32,268	31,917	33,194	34,853	36,596
衍生金融资产	2	-	-	-	-	投资收益	-3,775	16,306	42,396	48,755	49,730
其他应收款	13,529	8,844	10,613	12,735	15,282	公允价值变动损益	-6,124	35,437	35,083	36,311	34,858
定期存款	255,984	282,458	285,283	288,135	291,017	汇兑收益	113	80	96	115	138
长期股权投资	5,174	30,245	33,270	36,596	40,256	其他收益	958	1,003	1,053	1,085	1,117
投资性房地产	9,383	9,055	9,327	9,606	9,895	营业收入合计	71,547	132,555	160,552	172,287	176,166
无形资产	4,063	4,054	4,378	4,729	5,107	赔付支出	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
其他资产	836	785	785	785	785	保险业务手续费及佣金支出	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
资产总计	1,403,257	1,692,297	1,776,812	1,866,483	1,962,697	保险服务费用	33,252	31,575	33,066	34,013	34,987
卖出回购金融资产款	106,987	171,588	163,009	154,858	147,115	其他业务支出	587	659	725	783	822
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	营业支出合计	66,003	104,338	117,550	121,675	125,153
预收保费	274	336	370	407	447	利润总额	5,544	28,217	43,003	50,611	51,013
其他应付款	12,217	-	-	-	-	净利润	5,515	28,141	42,926	50,533	50,933
保险合同负债	1,146,497	1,366,090	1,442,428	1,508,665	1,578,266	归属于母公司净利润	8,712	26,229	40,951	48,208	48,590
应付债券	20,262	30,384	30,384	30,384	30,384						
递延所得税负债	56	200	206	212	219						
其他负债	1,439	1,229	1,229	1,229	1,229						
负债合计	1,298,165	1,596,028	1,644,976	1,703,213	1,765,231						
总权益	105,092	96,269	131,836	163,270	197,466						
关键财务与估值指标											
	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
每股收益	2.79	8.41	13.13	15.45	15.57						
每股净资产	33.68	30.86	42.26	52.33	63.29						
每股集团新业务价值	80.29	82.84	90.70	99.15	108.23						
P/E	25.41	8.43	5.40	4.59	4.55						
P/B	2.10	2.30	1.68	1.35	1.12						
P/EV	0.88	0.86	0.78	0.72	0.66						
集团内含价值增长	-2%	3%	9%	9%	9%						
新业务价值（百万元）	3023	6253	7024	7820	8668						
新业务价值同比	25%	107%	12%	11%	11%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032