

2025 年 11 月 07 日

# 新华保险(601336.SH)

投资评级： 买入（维持）

——投资收益和减值等支出项减少驱动利润高增，NBV 保持较高增速

## 证券分析师

陆韵婷  
SAC: S1350525050002  
luyunting@huayuanstock.com  
沈晨  
SAC: S1350525090002  
shenchen@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



| 基本数据        | 2025 年 11 月 04 日 |
|-------------|------------------|
| 收盘价（元）      | 66.75            |
| 一年内最高/最低（元） | 73.19/44.25      |
| 总市值（百万元）    | 208,229.74       |
| 流通市值（百万元）   | 208,229.74       |
| 总股本（百万股）    | 3,119.55         |
| 资产负债率（%）    | 94.52            |
| 每股净资产（元/股）  | 32.21            |

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

**事件：**新华保险披露 2025 年三季度业绩，公司第三季度营收和归母净利润分别同比增长 30.8%和 88.2%至 672 亿元和 181 亿元,拉动 2025 年累计营收和归母净利润同比增长 28.3%和 58.9%；截至 9 月末，公司归母净资产较年初增长 4.4%至 1005 亿元;公司前三季度寿险 NBV 同比增长 50.8%,前三季度年化总投资收益率达到 8.6%，均表现出色。

## 点评：

1、25Q3 净利润多方面驱动：新华保险 25Q3 单季度归母利润总额同比增长 88.2%至 181 亿元，其中保险服务业绩（保险服务收入-保险服务费用-分出保险分摊+摊回保险服务费用）和保险投资业绩（利息收入+投资收益+公允价值变动）分别同比增长 13%和 28%至 53 亿元和 164 亿元，其中预计保险服务业绩增长主要由服务边际摊销和银保报行合一贡献，投资服务业绩主要受益于公司优异的投资能力，公司前三季度年化总投资收益率较去年同期提高 1.8 个百分点至 8.6%；此外公司 Q3 单季度的业务和管理费支出、信用减值损失和其他资产减值损失也较去年同期分别减少了 21.8 亿元、16.5 亿元和 11.9 亿元；

2、寿险 NBV 保持较为强劲增速，个险队伍持续深化改革：

A、受益于三季度寿险主抓个险渠道分红险销售，公司前三季度的 10 年期以上新单长险同比降幅由中报的-39.8%收窄至-19.4%，前三季度的 NBV 同比增速为 50.8%，依然处于同业较为领先的位置；

B、个险队伍持续深化改革：前三季度，公司个险渠道累计新增人力超过 3 万人，同比增长超过 140%，月均绩优人力同比提升，队伍建设取得突破性进展；在推动规模人力企稳回升的同时，人均产能同比增长达到 50%，带动队伍收入显著增长；

C、公司 25H1 的新单销售基数较高，可能对 26 上半年的新单增长带来一定压力，但我们认为公司或能通过渠道摆布、阶段性的战略性产品支持（比如银保渠道保障期限较短的短期产品）、费用前置等办法缓解这一压力。

3、10 月 30 日公告的《新华人寿保险股份有限公司第八届董事会第三十八次会议决议公告》审议通过了《关于发行境内无固定期限资本债券的议案》，同意公司在该议案的框架和原则下，发行金额不超过人民币 100 亿元（含 100 亿元）的境内无固定期限资本债券，预计若发行完成将继续夯实公司的偿付能力，有利于维持股东分红比例的稳定。

**盈利预测与评级：**综上，新华保险 3 季报利润，新业务价值和投资收益率均表现强劲，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 382/414/442 亿元，同比增速分别为 45%/9%/7%，25-27 年每股内含价值为 94.1/103.2/113.7 元，当前股价对应 PEV 估值为 0.71、0.65 和 0.59 倍，维持“买入”评级。

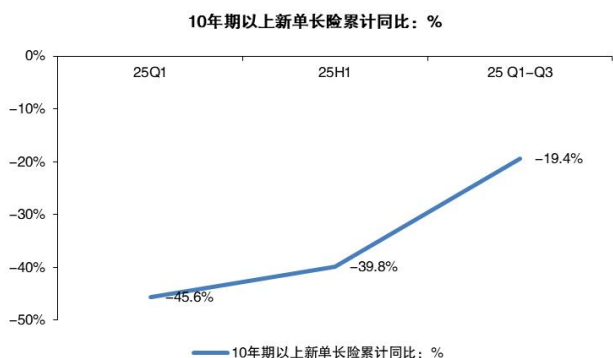
**风险提示。**1、长期国债利率大幅下降；2、权益市场大幅向下波动；3、新单保费大

幅下降。

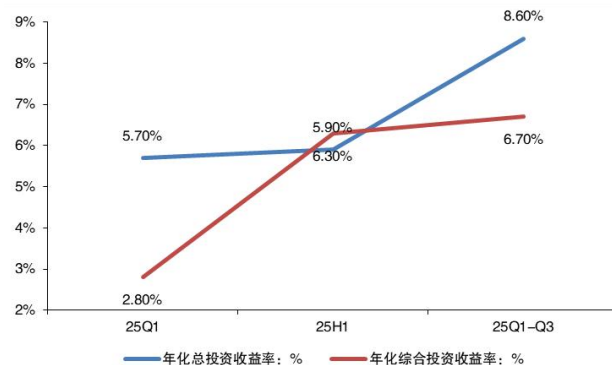
盈利预测与估值 (人民币)

|               | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (亿元)     | 715.47  | 1325.55 | 1644.68 | 1776.97 | 1947.02 |
| 同比增长率 (%)     | -33.78% | 85.27%  | 24.08%  | 8.04%   | 9.57%   |
| 归母净利润 (亿元)    | 87.12   | 262.29  | 381.58  | 414.37  | 441.53  |
| 同比增长率 (%)     | -59.48% | 201.07% | 45.48%  | 8.60%   | 6.55%   |
| 每股收益 (元/股)    | 2.79    | 8.41    | 12.23   | 13.28   | 14.15   |
| 市盈率 (P/E)     | 23.90   | 7.94    | 5.46    | 5.03    | 4.72    |
| 每股内含价值 (元/股)  | 80.29   | 82.84   | 94.08   | 103.19  | 113.69  |
| 内含价值估值 (P/EV) | 0.83    | 0.81    | 0.71    | 0.65    | 0.59    |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**图表 1：新华保险 10 年期以上新单累计数据同比：%**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 2：新华保险年化投资收益率：%**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 3：新华保险 25Q3 单季度利润分解：百万元，%**

| 单季度数据：百万元 | 24Q3 单季度 | 25Q3 单季度 | 同比     |
|-----------|----------|----------|--------|
| 保险服务业绩    | 4725     | 5340     | 13.0%  |
| 投资服务业绩    | 12792    | 16374    | 28.0%  |
| 其他项目      | -6154    | -1016    | -83.5% |
| 营业利润      | 11363    | 20698    | 82.2%  |
| 归母净利润     | 9597     | 18058    | 88.2%  |

| 单季度数据：百万元 | 24Q3  | 25Q3 | 同比绝对额变化 |
|-----------|-------|------|---------|
| 其他项目中     |       |      |         |
| 利息支出      | -836  | -744 | 92      |
| 税金及附加     | -22   | -31  | -9      |
| 业务及管理费    | -2608 | -425 | 2183    |
| 信用减值损失    | -1477 | 176  | 1653    |
| 其他资产减值损失  | -1190 | 0    | 1190    |
| 其他业务成本    | -159  | -155 | 4       |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

备注：保险服务业绩=保险服务收入-保险服务费用-分出保险分摊+摊回保险服务费用；

保险投资业绩=利息收入+投资收益+公允价值变动

**附录：财务预测摘要**

| 利润表：百万元                   | 23 年   | 24 年    | 25E     | 26E     | 27E     |
|---------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入                      | 71547  | 132555  | 164468  | 177697  | 194702  |
| 保险服务收入                    | 48045  | 47812   | 49874   | 60328   | 63345   |
| 总投资收益（包括利息收入，公允价值变动和利息收入） | 22369  | 83660   | 113845  | 116063  | 129990  |
| 其他收入                      | 1133   | 1083    | 748     | 1307    | 1367    |
| 营业支出                      | -66002 | -104338 | -122071 | -132657 | -147730 |
| 保险服务费用                    | -33253 | -31575  | -32518  | -40506  | -42079  |
| 分出保费的分摊                   | -2448  | -1918   | -1995   | -2413   | -2534   |
| 减：摊回保险服务费用                | 1681   | 1583    | 1646    | 1810    | 1900    |
| 承保财务损失                    | -26800 | -61185  | -78333  | -84430  | -95458  |
| 减：分出再保险财务收益               | 261    | 338     | 380     | 420     | 450     |
| 利息支出                      | -2086  | -3166   | -3799   | -1255   | -4369   |
| 其他支出                      | -3357  | -8415   | -7452   | -6283   | -5641   |
| 营业利润                      | 5544   | 28217   | 42397   | 45041   | 46972   |
| 利润总额                      | 5515   | 28141   | 42397   | 45041   | 46972   |
| 所得税费用                     | 2201   | -1908   | -4240   | -3603   | -2818   |
| 净利润                       | 8716   | 26233   | 38158   | 41437   | 44153   |
| 归属于母公司股东的净利润              | 8712   | 26229   | 38158   | 41437   | 44153   |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。