



新华保险 (601336.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

净利润+38.3%，综合投资收益率优异

业绩简评

3月27日公司披露年报，归母净利润同比+38.3%至363亿元。

经营分析

业绩概况：归母净利润同比+38.3%至363亿，其中Q4同比-38.2%至34亿，预计主要受权益市场回调影响。归母净资产分别较年初、Q3末+15.9%、+11%。现金分红增长7.9%，分红比例下降至23.5%，对应A/H股息率为4.3%、6.5%。CSM较年初+3.3%，新业务CSM同比+8.0%。EV增长11.4%，贡献分别为NBV(3.8%)、EV预期回报(6.0%)、运营偏差(2.7%)、投资偏差(2.5%)。

价值：NBV高速增长，银保渠道占比提升至53.6%。NBV同比+57.4%，其中首年保费同比+42.7%，margin提升1.5pct至+16.2%，主要受益于预定利率下调与报行合一，但期缴新单占比同比下降3.6pct至60.3%，其中10年期及以上期缴占首年期缴比例下降4.7pct至7.9%。分红险新单占比19.3%，占比逐季提升，其中四季度占期缴新单的比例提升至77%。分渠道看：1) 个险：NBV同比+19%，其中新单保费+39%，margin同比-3.9pct至23.2%，受分红险转型与缴期恶化等因素影响。代理人量稳质升，规模较年初-2.2%至13.34万，月均合格人力2.2万人同比基本持平，月均合格率16.5%，同比提升0.6pt；月均绩优人力1.55万人，同比增长2.0%，月均绩优率11.6%，同比提升0.7pt；月均万C人力0.33万人，占比2.5%同比持平；月均人均综合产能1.12万元，同比增长43%。2) 银保：NBV同比+110.2%，占比继续提升13.5pct至53.6%，其中新单保费+52.3%，期缴新单同比+29.6%，margin同比+3.8pct至13.9%。**投资：综合投资收益率表现亮眼。**净投资收益率同比-0.4pct至2.8%；总投资收益率同比+0.8pct至6.6%；综合投资收益率-3.5pct至5.0%，剔除OCI债权浮亏后为6.9%。投资资产较年初+13.0%，股票+基金占比较年初、年中分别+2.3、2.5pct至21.1%，其中股票占比分别+0.7、+0.1pct至11.8%，基金占比分别+1.6、2.4pct至9.4%。OCI股票规模分别较年初+25.8%、+2.9%至385亿，占股票比例分别17.8%，占投资资产比例分别+0.2、-0.1pct至2.1%，考虑505亿的鸿鹄基金后，OCI股票占比提升至投资资产的4.8%。

盈利预测、估值与评级

展望后续，居民存款搬家下预计新单保费将延续较好增长，驱动NBV在分红险转型下延续正增。当前，公司A/H股2026年PEV分别为0.61、0.40X，位于2018年来历史分位的56%、67%。

风险提示

长端利率超预期下行，权益市场波动，分红险销售不及预期。

非银组

分析师：舒思勤 (执业S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：黄佳慧 (执业S1130525010001)

huangjiahui@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：63.32元

相关报告：

- 《新华保险公司点评：Q3单季利润同比+88%表现优异》，2025.10.31
- 《新华保险公司点评：Q3单季利润高增58.2%至101.3%》，2025.10.14
- 《新华保险公司点评：归母净利+33.5%、NBV+58.4%》，2025.8.29



公司基本情况 (人民币)

项目	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
归母净利润(百万元)	26,229	36,284	39,586	44,142	47,352
归母净利润增长率	201.1%	38.3%	9.1%	11.5%	7.3%
新业务价值(百万元)	6,253	9,842	10,695	12,493	13,998
新业务价值增长率	106.8%	57.4%	8.7%	16.8%	12.1%
每股内含价值(元)	82.84	92.26	104.06	117.16	131.82
P/EV (A股)	0.76	0.69	0.61	0.54	0.48
P/EV (H股)	0.50	0.45	0.40	0.36	0.32
每股净资产(元)	30.85	35.75	42.44	50.77	59.89
P/B (A股)	2.05	1.77	1.49	1.25	1.06
P/B (H股)	1.35	1.17	0.98	0.82	0.70

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (百万元)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
保险服务收入	47,812	50,297	53,089	55,984	58,887
利息收入	8,182	15,794			
投资收益	-1,719	966	91,730	101,768	109,563
公允价值变动损益	8,018	14,881			
汇兑损益	9	38	20	20	20
营业收入	132,555	157,745	145,940	158,932	169,688
保险服务费用	-31,575	-31,748	-32,183	-32,818	-33,048
营业费用	-104,338	-120,544	-102,686	-110,317	-117,296
营业利润	28,217	37,201	43,254	48,615	52,392
税前利润	28,141	40,525	46,578	51,939	55,716
所得税	-1,908	-4,236	-6,987	-7,791	-8,357
归属于母公司股东的净利润	26,229	36,284	39,586	44,142	47,352
少数股东损益	4	5	5	6	7

资产负债表 (百万元)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
定期存款	255,984	282,458	346,728	371,364	397,460
长期股权投资	5,174	20,615	30,245	47,447	56,206
存出资本保证金	1,784	1,803	1,807	1,830	1,854
投资性房地产	9,383	9,118	9,055	9,124	9,134
固定资产	15,979	15,821	15,651	15,330	15,015
其他资产	1,114,953	1,362,482	1,490,042	1,636,301	1,806,117
资产总计	1,403,257	1,692,297	1,893,528	2,081,396	2,285,786
保险合同负债	1,146,497	1,366,090	1,532,753	1,686,028	
其他负债	151,668	229,938	256,944	278,418	301,823
负债总计	1,298,165	1,596,028	1,789,697	1,964,447	2,153,082
实收资本	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120
归属于母公司股东权益	105,067	96,240	103,797	116,912	132,662
少数股东权益	25	29	33	37	42
负债和所有者权益合计	1,403,257	1,692,297	1,893,528	2,081,396	2,285,786

主要财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标 (元)					
每股收益	2.79	8.41	12.97	11.55	12.38
每股净资产	33.68	30.85	33.27	37.47	42.52
每股内含价值	80.29	82.84	97.40	109.98	121.84
每股新业务价值	0.97	2.00	3.80	3.43	3.78

价值评估 (倍)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
P/E	25.39	8.43	5.47	6.14	5.73
P/B	2.11	2.30	2.13	1.89	1.67
P/EV	0.88	0.86	0.73	0.64	0.58

盈利能力指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净投资收益率	3.40%	3.20%	3.00%	2.80%	2.60%
总投资收益率	1.80%	5.80%	7.00%	5.50%	5.25%
净资产收益率	8.58%	26.06%	40.45%	32.67%	30.96%
总资产收益率	0.67%	1.69%	2.26%	1.81%	1.77%

盈利增长

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润增长率	-59.48%	201.07%	54.26%	-10.91%	7.19%
集团内含价值增长率	-1.98%	3.17%	17.58%	12.92%	10.78%
新业务价值增长率	65.04%	106.78%	89.49%	-9.58%	10.21%

偿付能力充足率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
充足率					
综合偿付能力充足率	278.43%	217.55%	225.00%	215.00%	200.00%

内含价值 (百万元)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
调整后净资产	162,783	189,233	204,372	220,721	238,379
有效业务价值	87,727	69,215	99,523	122,423	141,754
内含价值	250,510	258,448	303,895	343,145	380,133
一年新业务价值	3,024	6,253	11,849	10,714	11,807
内含价值回报率	9.97%	10.07%	11.23%	10.29%	10.19%

来源：公司年报、wind，国金证券研究所 注：投资收益包括利息收入、投资收益、公允价值变动三项合并预测



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	8	19	70
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.11	1.05	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	5-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究