价值增长再提速，权益弹性正释放

新华保险（601336.SH）首次覆盖报告

核心观点

- **新华保险寿险主业集中度较高，负债端和投资端变化对业绩及估值影响更直接。**公司长期聚焦人身险业务，负债端的新单销售、NBV、价值率和内含价值修复，以及资产端权益敞口、FVTPL 占比和资本市场表现，对公司利润、净资产和估值的影响更加直接。2024 年以来，公司归母净利润和 ROE 明显修复，新华保险作为寿险主业集中公司在负债端修复和投资收益修复阶段具备较强业绩弹性。
- **负债端已从规模修复进一步转向价值修复，个险提质增效和银保高增长共同推动 NBV 改善。**2023 年以来，公司新业务价值连续修复，2023 至 2025 年分别同比+24.8%/ +106.8%/ +57.4%，2025 年恢复至 98.4 亿元。个险渠道经历代理人队伍出清后，人均产能持续提升，保费规模阶段性企稳，个险 NBV 连续三年恢复增长。银保渠道 2025 年保费/ 新单保费/ NBV 分别同比+39.5%/ +52.3%/ +110.2%，银保首年保费口径 NBVM 由 2023 年的 1.4%提升至 2025 年的 13.9%，预计将成为新华保险价值增长的重要渠道。
- **投资端权益配置比例较高，资产结构变化强化利润表弹性。**公司投资资产规模持续扩张，非标占比持续压降，资产配置更加偏向债券和权益类资产。2025 年公司股票/ 基金/ 股权投资占比分别为 11.8%/ 9.4%/ 4.8%，其中股权投资主要包括与中国人寿共同设立的长期股票投资试点基金。较高权益敞口和 FVTPL 占比使公司总投资收益率弹性较强，2024 至 2025 年总投资收益率分别回升至 5.8%/ 6.6%。

盈利预测与投资建议

看好新华保险负债端价值修复与权益市场改善阶段的利润弹性。公司寿险主业属性突出，负债端价值修复和资产端权益弹性对业绩及估值影响更为直接。负债端看，个险渠道队伍出清后产能改善，银保渠道价值贡献明显提升；资产端看，公司权益类资产占比较高，权益市场改善阶段利润弹性较强。我们预计公司 2026 至 2028 年保险服务收入分别为 532.8/ 561.3/ 592.6 亿元；归母净利润分别为 287.4/ 286.4/ 317.0 亿元；期末内含价值分别为 3,167.5/ 3,482.1/ 3,829.6 亿元。考虑上市以来公司 P/EV 估值较同业有一定折价，给予公司 2026 年 0.8x P/EV，对应目标价 81.22 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

长端利率下行超预期；权益市场大幅波动；寿险渠道改革成效不及预期；居民收入不及预期；监管政策变化风险；产品结构转型不及预期；精算假设调整风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
保险服务收入（亿元）	478.1	503.0	532.8	561.3	592.6
同比增长	*-0.5%*	*5.2%*	*5.9%*	*5.4%*	*5.6%*
营业收入（亿元）	1,325.5	1,577.5	1,431.5	1,525.0	1,658.6
同比增长	*85.3%*	*19.0%*	*-9.3%*	*6.5%*	*8.8%*
归母净利润（亿元）	262.3	362.8	287.4	286.4	317.0
同比增长	*201.1%*	*38.3%*	*-20.8%*	*-0.3%*	*10.7%*
每股收益（元）	8.41	11.63	9.21	9.18	10.16
每股分红（元）	2.53	2.73	3.22	4.27	5.09
每股集团 EV（元）	82.84	92.26	101.52	111.60	122.74
隐含 P/EV	0.73	0.65	0.59	0.54	0.49
ROE	27.3%	32.5%	20.5%	18.0%	18.8%

资料来源：新华保险公司公告，iFinD，东方证券研究所；注：以 2026 年 5 月 18 日收盘价计

投资评级	买入（首次）
股价（2026年05月18日）	60.12 元
目标价格	81.22 元
52 周最高价/最低价	85.85/47.83 元
总股本/流通 A 股（万股）	311,955/311,955
A 股市值（百万元）	187,547
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2026 年 05 月 19 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-8.72	-6.46	-22.63	21.96
相对表现%	-6.33	-8.68	-26.34	-2.32
沪深 300%	-2.39	2.22	3.71	24.28



证券分析师
张凯烽 执业证书编号：S0860526020002
zhangkaifeng@orientsec.com.cn
021-63326320

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

聚焦寿险主业，改革转型进入兑现期.....4
寿险主业定位清晰，利润和估值对资负两端更敏感.....4
管理层重塑经营导向，从规模扩张转向价值经营.....5
负债端规模修复路径清晰，价值趋势明确.....6
保费收入稳步修复，新业务价值高增带动内含价值修复.....6
个险渠道：队伍出清后产能提升，价值贡献进入修复通道.....8
银保渠道：价值弹性快速释放，第二增长曲线更加清晰.....10
权益高弹性放大利润表现.....11
盈利预测与投资建议.....13
盈利预测.....13
投资建议.....15
风险提示.....16

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

图 1：新华保险归母净资产总体扩张.....4
图 2：新华保险归母净利润波动较大，2024 年以来盈利弹性明显释放.....4
图 3：新华保险 2024 年以来 ROE 显著修复.....4
图 4：新华保险原保费收入稳步扩张，2025 年增速明显提升.....6
图 5：新华保险新单保费明显修复.....6
图 6：新华保险新业务价值自 2023 年以来连续修复.....6
图 7：主要上市险企 2025 年新业务价值普遍增长，新华保险增速位居前列.....6
图 8：新华保险新业务价值率自 2023 年以来持续修复.....7
图 9：新华保险内含价值自 2024 年以来恢复正增长.....7
图 10：新华保险储蓄型保险占比持续提升.....8
图 11：新华保险个险营销员规模降幅持续收窄.....8
图 12：新华保险个险渠道保费规模阶段性企稳.....9
图 13：新华保险个险渠道人均产能持续创新高.....9
图 14：2025 年主要上市险企个险渠道新单保费表现分化，新华保险同比高增.....9
图 15：新华保险个险渠道 NBV 自 2023 年以来重回增长.....9
图 16：新华保险银保渠道保费规模持续扩张且 2025 年显著提速.....10
图 17：新华保险银保渠道新单保费 2025 年恢复高增.....10
图 18：新华保险银保渠道新业务价值自 2024 年以来快速释放.....10
图 19：新华保险银保渠道新业务价值率显著改善.....10
图 20：新华保险投资组合向权益资产倾斜，定期存款占比持续下降.....11
图 21：新华保险权益类资产占比位居上市险企前列.....11
图 22：新华保险 FVTPL 占比回升，资产结构更具利润弹性.....12
图 23：新华保险权益类资产占比持续提升，权益型基金和长期股权投资贡献增量.....12
图 24：新华保险净投资收益率持续下行，总投资收益率 2024 年以来明显修复.....12
图 25：新华保险历史滚动 P/EV 估值相对较低.....15

表 1：新华保险保险服务收入预测（百万元）.....13
表 2：新华保险新业务价值预测（百万元）.....14
表 3：新华保险内含价值预测（百万元）.....14

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

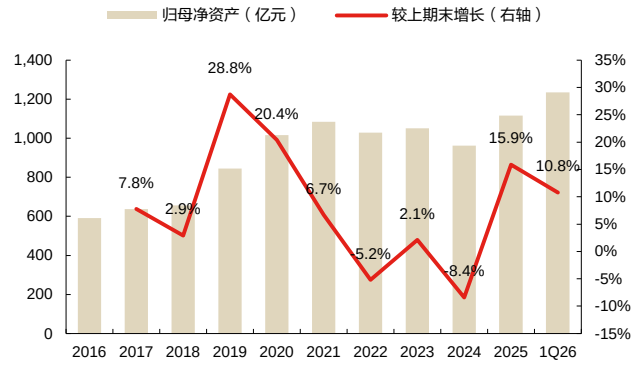
聚焦寿险主业，改革转型进入兑现期

寿险主业定位清晰，利润和估值对资负两端更敏感

新华保险归母净资产在波动中扩张，受资产端收益波动、负债端等多因素影响。2016 至 2025 年，公司归母净资产由 591.2 亿元提升至 1,115.4 亿元；其中 2022/ 2024 年分别同比-5.2%/ -8.4%，寿险公司净资产对资本市场、精算假设及负债端变化较为敏感。2025 年归母净资产同比+15.9%，1Q26 进一步较 2025 年末增长 10.8%至 1,235.6 亿元，净资产修复延续。

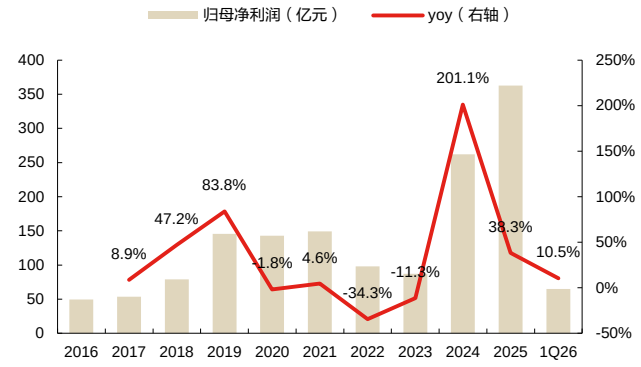
归母净利润波动较大，2024 年以来盈利弹性明显释放。2024/ 2025 年公司归母净利润分别同比+201.1%/ +38.3%，主要受权益市场改善和投资收益修复带动；1Q26 归母净利润 65.0 亿元，同比+10.5%，高基数下仍实现正增长。整体看，新华保险寿险主业集中度较高，在权益市场改善阶段具备较强利润弹性。

图 1：新华保险归母净资产总体扩张



数据来源：iFinD，东方证券研究所

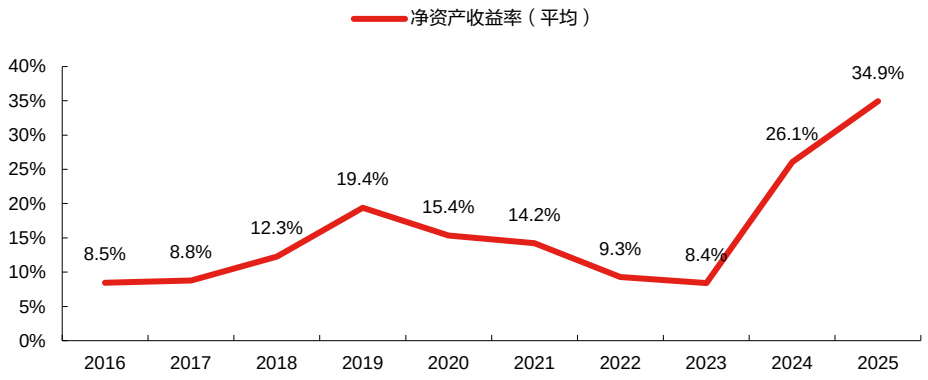
图 2：新华保险归母净利润波动较大，2024 年以来盈利弹性明显释放



数据来源：iFinD，东方证券研究所

ROE 走势与利润周期基本一致，2024 年以来盈利能力修复突出。经过寿险持续转型的盈利承压阶段，新华保险 2024 至 2025 年 ROE 快速回升至 26.1%/ 34.9%，处于近年高位。

图 3：新华保险 2024 年以来 ROE 显著修复



数据来源：iFinD，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

新华保险主业定位清晰，是 A 股上市险企中寿险属性较强的标的。公司长期聚焦人身险业务，收入、利润和内含价值主要由寿险主业贡献，经营更集中，负债端新单价值、存量保单释放、长端利率和权益市场表现对公司业绩及估值的影响更为直接。

公司业务架构围绕寿险主业展开，资产管理和养老健康服务更多承担协同功能。寿险业务是公司客户获取、保费收入和价值创造的核心来源；资产管理平台服务于保险资金运用和资产负债匹配；养老、健康及客户服务体系则围绕寿险客户全生命周期需求展开，有助于提升客户黏性和长期价值转化效率。

管理层重塑经营导向，从规模扩张转向价值经营

2023 年以来，公司经营导向由规模扩张逐步转向价值经营，改革重点聚焦渠道质态、产品结构和客户经营能力。此前在行业深度调整阶段，公司经历代理人规模收缩、NBV 增长承压及渠道转型阵痛，原有依赖人力扩张和保费规模驱动的增长模式可持续性下降。随着新一轮管理层调整和战略重塑推进，公司更加重视寿险主业的经营质量，通过渠道制度优化、产品结构调整、客户分层经营和资产负债协同，推动经营目标由保费增长转向价值创造。

个险渠道从人力规模导向转向产能质量导向。公司 2024 年起实施新版基本法，重点围绕绩优人力培育、优质新人招募、主管经营和销售激励机制进行优化，弱化单纯依赖代理人数量扩张的增长模式。新基本法的核心意义在于提升有效人力占比和人均产能，预计绩优人力占比、月均人均产能和保单继续率的稳健修复将延续。

客户经营和产品结构调整同步服务于价值提升。公司推进“XIN 一代”计划和“心服务”客户服务生态体系，一方面推动代理人队伍向年轻化、职业化和专业化转型，另一方面围绕大众客户、大众富裕客户和高净值客户进行分层经营，匹配差异化产品和服务。相比过去以销售转化为主的经营方式，客户分层和服务体系建设有助于提升客户黏性、复购能力和长期价值转化效率。

银保渠道由规模补充转向价值贡献。随着“报行合一”政策正式落地，银保渠道费用竞争趋于规范，渠道成本下降有助于改善新业务价值率；同时，公司通过提升期交占比、优化产品结构和强化渠道经营，推动银保渠道从保费规模贡献进一步转向 NBV 贡献。

整体看，公司本轮转型由个险提质、银保增效、客户经营深化和产品结构优化共同驱动，并与保险行业新一轮渠道和负债成本优化周期形成共振。

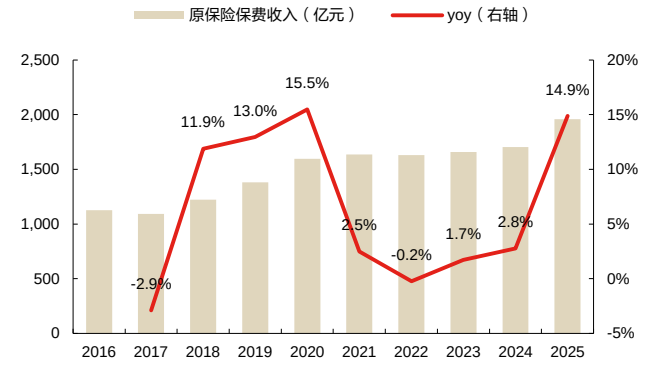
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

负债端规模修复路径清晰，价值趋势明确

保费收入稳步修复，新业务价值高增带动内含价值修复

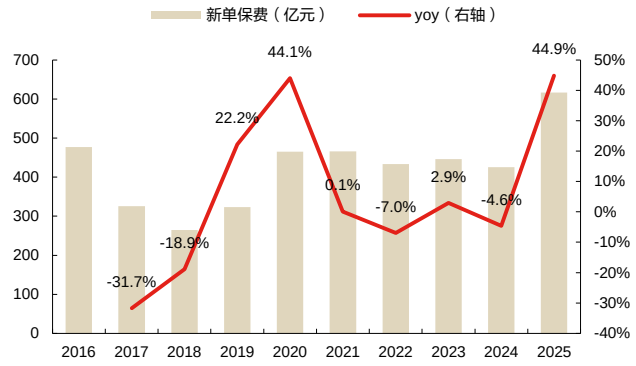
新华保险保费规模整体呈扩张趋势，新单保费在经历阶段性调整后明显修复。2016 至 2025 年，公司原保险保费收入由 1,125.6 亿元增长至 1,958.7 亿元，CAGR 为 6.4%；2025 年同比+14.9%，增速明显抬升。新单保费波动幅度高于总保费，2025 年新单保费同比+44.9%至 617.0 亿元，负债端规模修复加快。整体看，总保费增长体现存量续期业务支撑，新单保费高增则反映渠道转型和产品结构调整后的边际改善。

图 4：新华保险原保费收入稳步扩张，2025 年增速明显提升



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

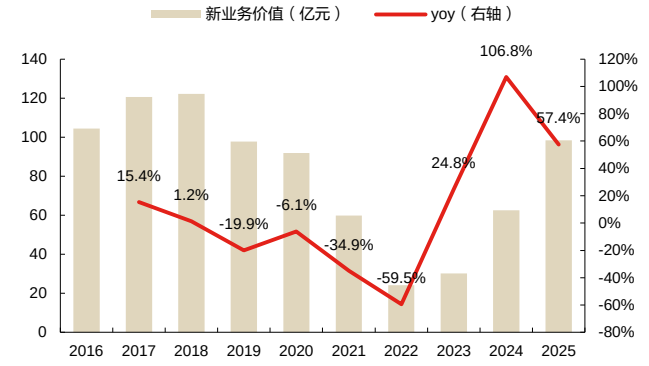
图 5：新华保险新单保费明显修复



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

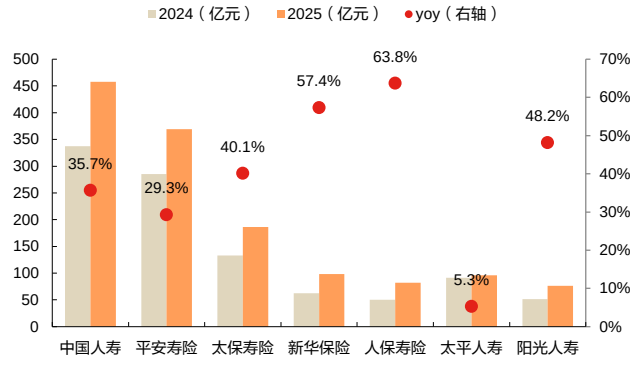
新华保险新业务价值 2023 年以来进入修复阶段。寿险持续转型期间，受代理人渠道调整、产品结构变化及行业需求波动影响，新华保险新业务价值持续下降至 2022 年的 24.2 亿元；2023 至 2025 年分别同比+24.8%/ +106.8%/ +57.4%，2025 年恢复至 98.4 亿元。横向比较看，2025 年主要上市险企新业务价值普遍实现增长，新华保险增速仅次于人保寿险，反映公司在低基数修复后，个险提质、银保增效及价值率改善仍在释放贡献。

图 6：新华保险新业务价值自 2023 年以来连续修复



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

图 7：主要上市险企 2025 年新业务价值普遍增长，新华保险增速位居前列

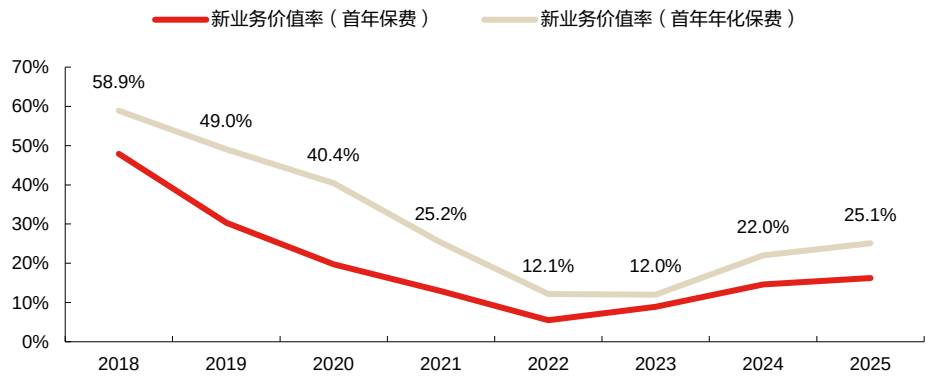


数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：太平人寿单位为亿港元

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

新华保险新业务价值率自 2023 年以来持续修复。2023 年以来，公司价值率进入修复区间，首年保费口径新业务价值率由 2023 年的 8.9%提升至 2025 年的 16.2%，首年年化保费口径由 12.0%提升至 25.1%。预计个险质态改善、银保费用率优化、期交结构提升和产品结构优化有望继续支撑价值率中枢修复。

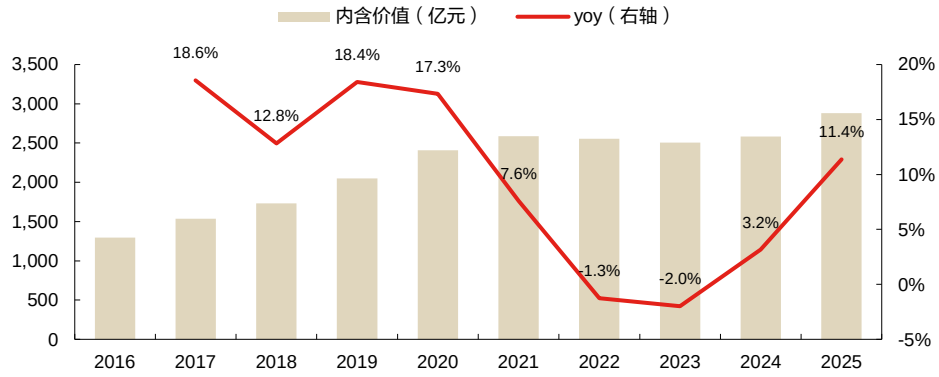
图 8：新华保险新业务价值率自 2023 年以来持续修复



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

新华保险内含价值自 2024 年以来恢复正增长。2022 至 2023 年，公司内含价值分别同比-1.3%/ -2.0%，主要受行业转型、投资收益波动及假设调整影响；2024 年内含价值同比+3.2%至 2,584.5 亿元，重回正增长区间；2025 年进一步同比+11.4%至 2,878.4 亿元，新业务价值快速扩张开始对 EV 形成更强支撑。

图 9：新华保险内含价值自 2024 年以来恢复正增长

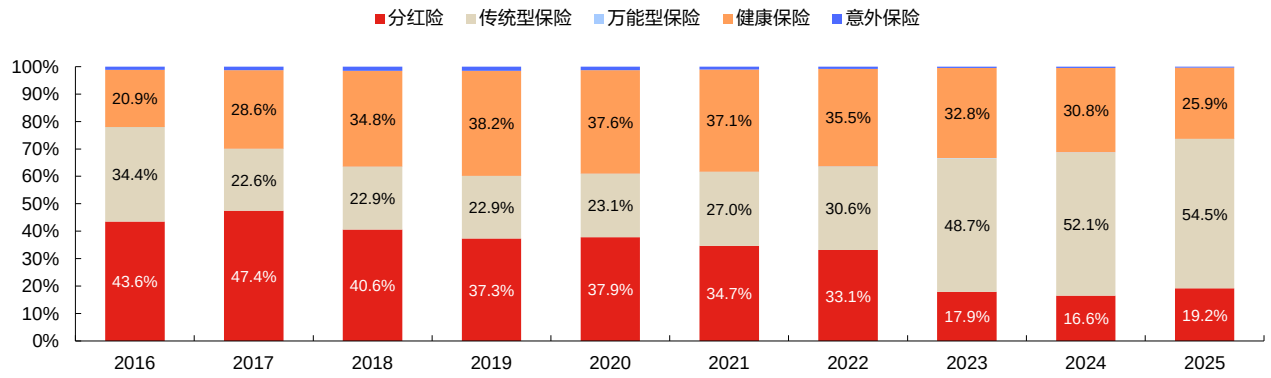


数据来源：iFinD，东方证券研究所

从保费结构看，新华保险仍以传统型保险为主，但分红险转型已有一定体现。2016 至 2025 年，公司传统型保险占比由 34.4%提升至 54.5%，仍是主要收入来源；分红险占比于 2025 年小幅上涨至 19.2%，在长债利率处于低位和预定利率下调背景下，分红险销售开始修复，但占比仍明显低于历史高位。保障型业务相对承压，健康险占比由 2020 年的 37.6%降至 2025 年的 25.9%，主要由于重疾险等传统保障需求偏弱、代理人渠道调整及产品转化难度上升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 10：新华保险储蓄型保险占比持续提升

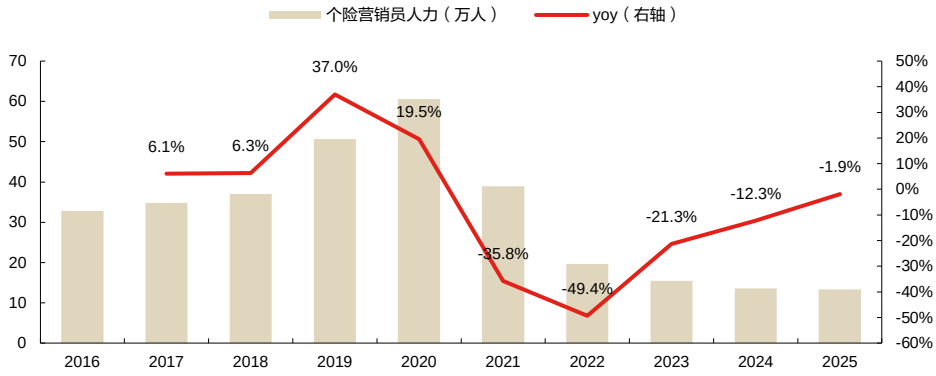


数据来源：iFinD，东方证券研究所

个险渠道：队伍出清后产能提升，价值贡献进入修复通道

新华保险个险营销员规模经历快速出清后降幅明显收窄。2016 至 2020 年，公司个险营销员人力由 32.8 万人增至 60.6 万人；2021 至 2023 年受行业代理人渠道调整影响，个险人力连续下降至 15.5 万人。2024/ 2025 年降幅持续收窄至-12.3%/ -1.9%，2025 年末个险营销员人力为 13.3 万人，队伍规模基本进入低位企稳阶段。

图 11：新华保险个险营销员规模降幅持续收窄

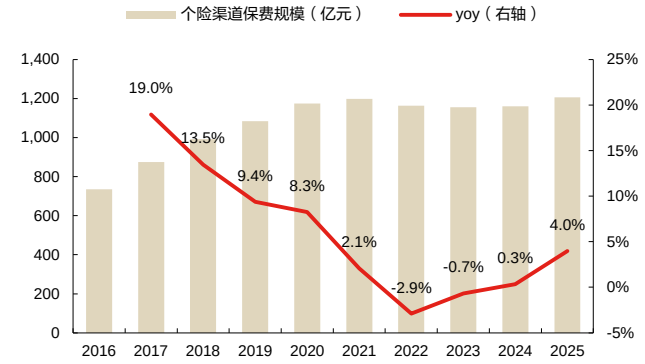


数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

个险渠道保费规模阶段性企稳，人均产能提升对代理人队伍出清形成明显对冲。2016 至 2021 年，公司个险渠道保费由 734.7 亿元提升至 1,198.3 亿元；2022 年受代理人规模快速收缩影响同比-2.9%，但 2023 至 2025 年增速逐步修复。2025 年个险渠道保费达到 1,205.8 亿元，已超过 2021 年高位，同比增长 4.0%。新华保险个险人均产能由 2020 年的 19.4 万元提升至 2025 年的 90.4 万元，连续五年改善。整体看，个险渠道已从人力规模驱动转向产能质量驱动，队伍规模收缩对保费的拖累逐步减弱。

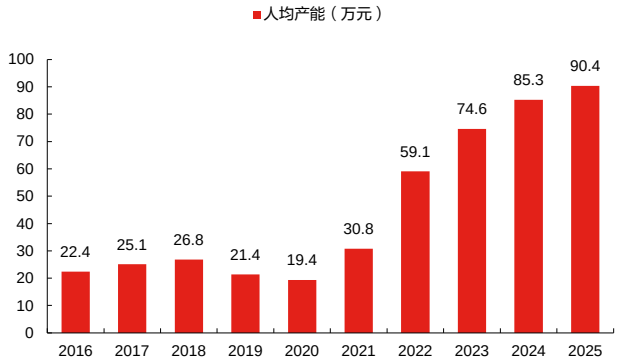
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 12：新华保险个险渠道保费规模阶段性企稳



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

图 13：新华保险个险渠道人均产能持续创新高

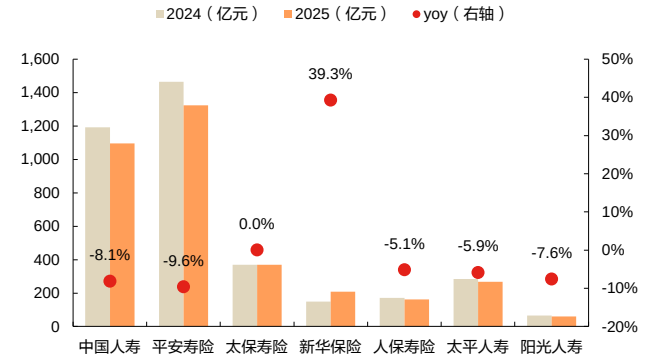


数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

2025 年主要上市险企个险渠道新单表现分化，新华保险边际修复更为突出。中国人寿/ 平安寿险/ 人保寿险/ 太平人寿/ 阳光人寿个险新单保费分别同比-8.1%/ -9.6%/ -5.1%/ -5.9%/ -7.6%，太保寿险基本持平；新华保险同比+39.3%至 207.5 亿元，增速在主要上市险企中领先。我们认为，新华保险个险新单保费高增主要反映代理人队伍出清后渠道产能改善、新基本法带动有效人力经营强化，以及产品结构调整对新单转化的支撑。

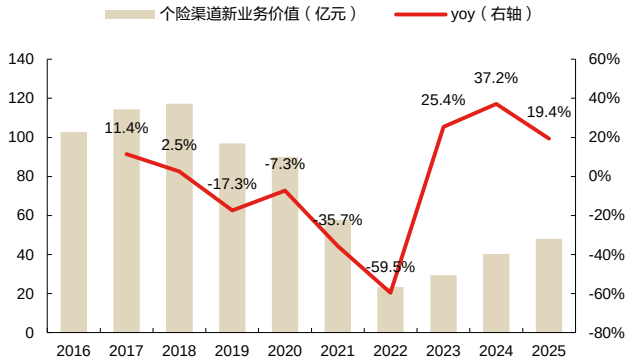
新华保险个险渠道 NBV 经历深度调整后逐步修复。2023 年以来，随着队伍规模降幅收窄和产品结构优化，个险渠道 NBV 连续三年恢复增长，2023 至 2025 年分别同比+25.4%/ +37.2%/ +19.4%，2025 年修复至 48.1 亿元。整体看，个险价值修复趋势已经形成，但当前规模仍显著低于 2018 至 2020 年水平，绩优人力经营、长期期交销售和价值率改善仍是个险渠道价值回升的核心变量。

图 14：2025 年主要上市险企个险渠道新单保费表现分化，新华保险同比高增



数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：太平人寿单位为亿港元

图 15：新华保险个险渠道 NBV 自 2023 年以来重回增长



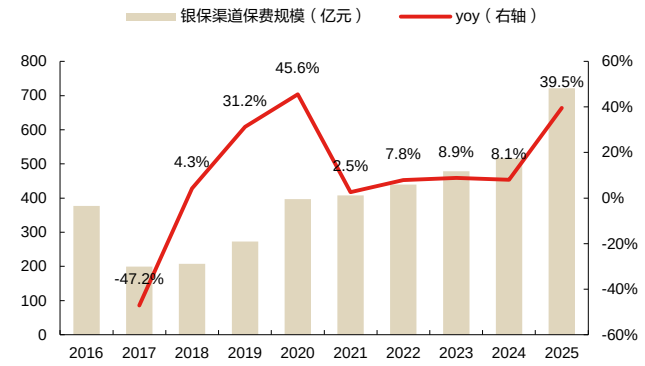
数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

银保渠道：价值弹性快速释放，第二增长曲线更加清晰

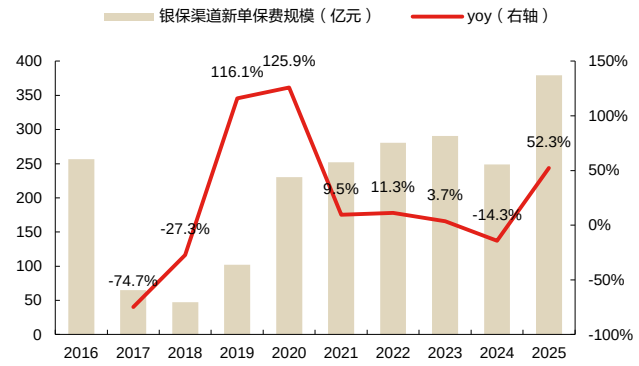
新华保险银保渠道 2025 年增长明显提速，规模扩张与新单修复同步兑现。2018 年以来，公司银保渠道保费规模整体保持扩张，2025 年同比增长 39.5%至 721.0 亿元；其中新单保费同比增长 52.3%至 379.3 亿元，创 2016 年以来新高。整体看，银保渠道已成为公司负债端修复的重要增量来源，在“报行合一”落地、居民储蓄需求延续的背景下，预计银保渠道将延续规模的高增长。

图 16：新华保险银保渠道保费规模持续扩张且 2025 年显著提速



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

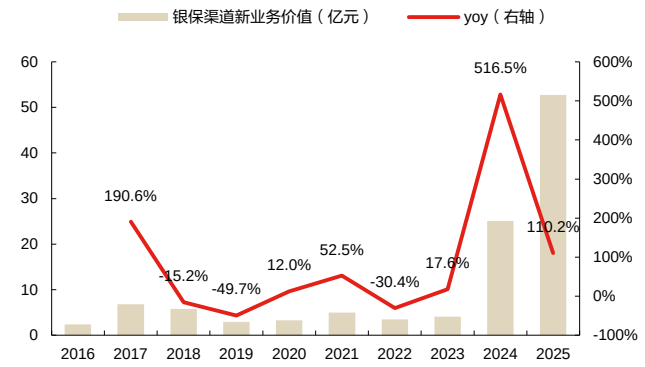
图 17：新华保险银保渠道新单保费 2025 年恢复高增



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

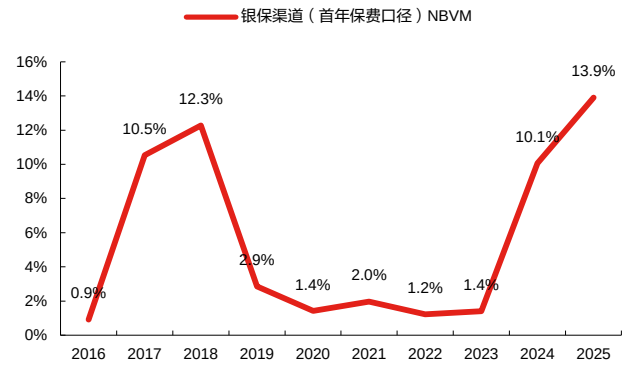
新华保险银保渠道价值贡献自 2024 年以来明显提升。2020 至 2023 年，公司银保渠道 NBV 维持在 3.3 亿元至 5.0 亿元区间，价值贡献相对有限；2024 年银保 NBV 同比增长 516.5%至 25.1 亿元，2025 年进一步同比增长 110.2%至 52.7 亿元，已超过个险渠道 NBV。银保渠道首年保费口径 NBVM 由 2023 年的 1.4%提升至 2024/ 2025 年的 10.1%/ 13.9%，业务价值显著增强。整体看，“报行合一”政策推动渠道费用竞争趋于规范，叠加期交保费增长和产品结构调整，银保渠道价值率显著改善，预计价值贡献能力将持续稳定增长。

图 18：新华保险银保渠道新业务价值自 2024 年以来快速释放



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

图 19：新华保险银保渠道新业务价值率显著改善



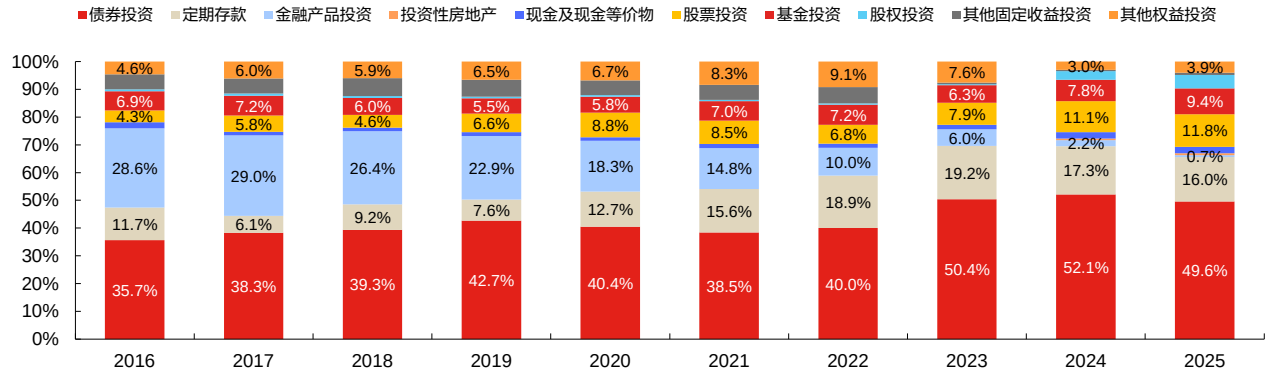
数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

权益高弹性放大利润表现

新华保险投资资产规模持续扩张，组合结构逐步转向债券和权益类资产。2016 至 2025 年，公司投资资产规模由 6,797.9 亿元增至 18,412.3 亿元；债券投资占比由 35.7%提升至 49.6%，2023 年以来维持在 50%左右的较高水平，公司通过增配债券强化资产负债匹配；金融产品投资占比由 28.6%降至 0.7%，非标及类非标资产持续压降；权益端看，2025 年股票/ 基金/ 股权投资占比分别为 11.8%/ 9.4%/ 4.8%，合计达到 26.0%，其中股权投资包括与中国人寿共同设立的长期股票投资试点基金，底层投向以二级市场优质上市公司为主。

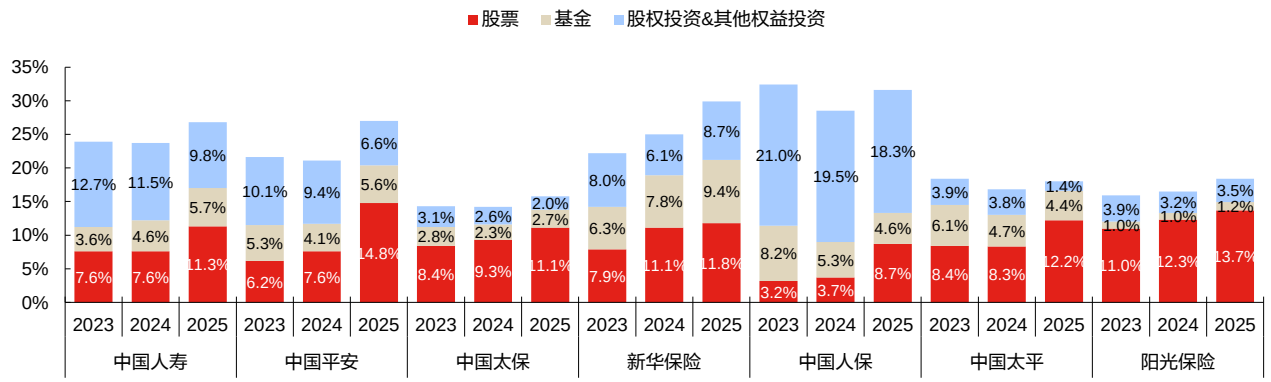
图 20：新华保险投资组合向权益资产倾斜，定期存款占比持续下降



数据来源：iFinD，东方证券研究所

新华保险权益及类权益资产配置比例较高，利润和净资产对资本市场表现更敏感。2025 年，公司股票/ 基金/ 股权投资及其他权益投资占比分别为 11.8%/ 9.4%/ 8.7%，合计为 29.9%，高于中国人寿/ 中国平安/ 中国太保/ 中国太平/ 阳光保险的 26.8%/ 27.0%/ 15.8%/ 18.0%/ 18.4%，低于中国人保的 32.4%。从结构看，公司股票和基金合计占比 21.2%，公开市场权益敞口较高；股权投资及其他权益投资占比提升，主要反映长期股票投资试点基金等权益类配置增加。预计后续权益市场改善阶段更容易传导至净利润和 ROE 表现。

图 21：新华保险权益类资产占比位居上市险企前列



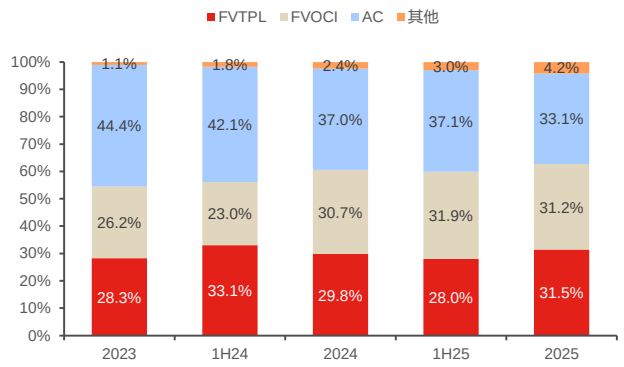
数据来源：iFinD，东方证券研究所；注：权益类资产包括股票、基金、股权投资及其他权益投资

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

资产分类看，新华保险 FVTPL 占比阶段性提升，AC 占比持续下降。2025 年，新华保险 FVTPL 占比提升至 31.5%，公司投资资产分类由 AC 向 FVTPL 和 FVOCI 倾斜，其中 FVTPL 资产占比回升将增强利润表弹性，FVOCI 占比提升则更多影响净资产和综合收益表现。

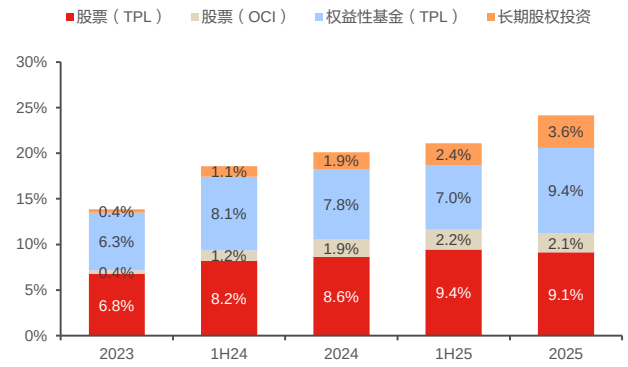
权益配置看，公司权益类资产占比持续抬升，2025 年增量主要来自权益型基金和长期股权投资。2023 至 2025 年，TPL 股票占比由 6.8%提升至 9.1%，OCI 股票占比由 0.4%提升至 2.1%，权益类基金由 6.3%提升至 9.4%，长期股权投资由 0.4%提升至 3.6%，合计权益敞口由 13.9%提升至 24.2%。预计权益类资产的占比将维持在高位，OCI 股票将有望提升以维持利润表的稳定性。

图 22：新华保险 FVTPL 占比回升，资产结构更具利润弹性



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

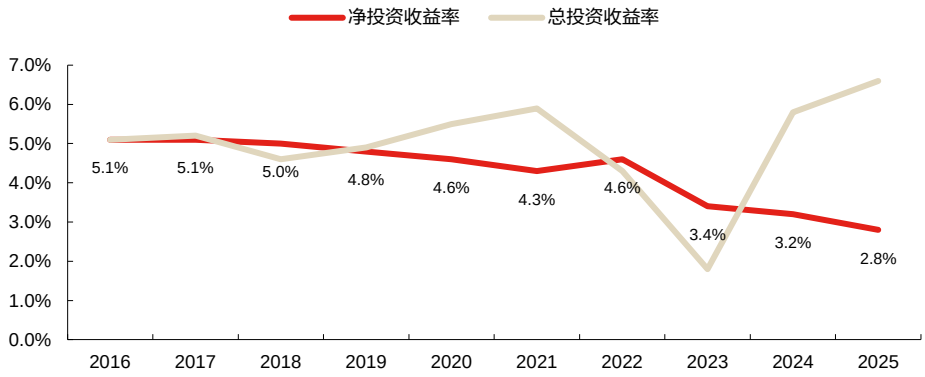
图 23：新华保险权益类资产占比持续提升，权益型基金和长期股权投资贡献增量



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

新华保险净投资收益率持续承压，总投资收益率受权益市场表现影响波动较大。2025 年公司净投资收益率为 2.8%，主要反映低利率环境下新增和到期再配置收益率下行。总投资收益率 2024/2025 年分别回升至 5.8%/ 6.6%，权益市场改善和权益类资产配置提升带动投资表现修复。综合投资收益率 2025 年为 5.0%，主要受 OCI 资产公允价值变动影响。整体看，权益配置提升使净利润和净资产对资本市场表现更敏感。

图 24：新华保险净投资收益率持续下行，总投资收益率 2024 年以来明显修复



数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们认为，新华保险当前处于负债端价值修复与资产端权益弹性释放的共振阶段。公司寿险主业集中度较高，收入、利润和内含价值主要由人身险业务贡献，相较综合保险集团，经营变量更集中，负债端新单销售、NBV、价值率以及资产端权益市场表现对公司利润、净资产和估值的影响更为直接。过去几年压制公司估值的核心因素，包括代理人队伍收缩、NBV 下行、利率下行压力和资本市场波动，已在2023年以来逐步缓释；同时，预定利率下调、“报行合一”落地和分红险转型共同推动行业竞争秩序改善，公司价值经营导向更加明确。

负债端看，个险提质和银保增效共同推动 NBV 修复。个险渠道经历深度调整后，队伍规模降幅明显收窄，人均产能持续提升，保费规模阶段性企稳，价值贡献进入修复通道。银保渠道改善更为突出，“报行合一”推动渠道费用竞争趋于规范，叠加期交保费增长和产品结构调整，银保渠道价值率明显提升，2024 年以来银保 NBV 快速释放，并在 2025 年超过个险渠道。整体看，公司负债端已经从单纯保费规模修复进一步转向 NBV 和价值率修复。

资产端看，公司投资组合更偏高弹性，权益市场改善对利润释放的带动更直接。近年来公司持续提升债券配置比例，压降金融产品投资，通过固收资产强化资产负债匹配；同时，公司股票、基金和长期股权投资占比提升，其中基金投资主要计入 FVTPL，长期股权投资主要包括与中国人寿共同设立的长期股票投资试点基金。权益类资产占比提升叠加 FVTPL 占比回升，使公司总投资收益率和利润表现对资本市场变化更加敏感。2024 至 2025 年，公司总投资收益率明显修复，权益配置弹性已经在利润表中体现。

整体而言，新华保险的投资逻辑可以概括为“负债端价值修复+银保渠道高弹性+权益资产高敏感度+估值修复”。负债端，个险渠道由人力规模驱动转向产能质量驱动，银保渠道由保费贡献转向价值贡献；资产端，固收资产提供收益底仓，权益资产贡献利润弹性。随着 NBV 修复、EV 恢复增长和投资收益改善逐步兑现，公司估值修复逻辑更加清晰。

核心指标预测：

1）保险服务收入：预计整体增长稳健。传统型保险仍是公司保险服务收入的主要来源，2025 年实现保险服务收入 414.3 亿元，同比增长 2.8%，考虑到存量长期险保单持续释放服务边际，我们预计 2026 至 2028 年传统型保险服务收入分别为 426.7/ 439.5/ 452.7 亿元，同比均增长 3.0%。分红型保险方面，在预定利率下调、分红险销售修复和产品结构切换背景下，公司分红型保险服务收入增长弹性更高，2025 年同比+18.9%至 85.3 亿元，我们预计 2026 至 2028 年分别为 102.3/ 117.7/ 135.3 亿元，同比分别+20.0%/ +15.0%/ +15.0%。综合来看，传统型保险提供稳定收入基础，分红型保险贡献主要增量，我们预计 2026 至 2028 年公司保险服务收入分别为 532.8/ 561.3/ 592.6 亿元，同比分别+5.9%/ +5.4%/ +5.6%。

表 1：新华保险保险服务收入预测（百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
保险服务收入	48,045	47,812	50,297	53,279	56,132	59,257
yoy		*-0.5%*	*5.2%*	*5.9%*	*5.4%*	*5.6%*
传统型保险	40,922	40,313	41,429	42,672	43,952	45,271
yoy		*-1.5%*	*2.8%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
分红型保险	6,912	7,168	8,526	10,231	11,766	13,531

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

yoy		*3.7%*	*18.9%*	*20.0%*	*15.0%*	*15.0%*
其他及抵消	211	331	342	376	414	455
yoy		*56.9%*	*3.3%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*

数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

2）新业务价值：预计 NBV 延续较快增长，银保渠道成为主要增量来源。个险渠道方面，公司代理人规模降幅明显收窄，队伍经营由规模扩张转向产能质量提升，人均产能改善、产品价值率修复和有效人力占比提升共同支撑个险价值贡献回升。我们预计 2026 至 2028 年个险渠道 NBV 分别为 55.3/ 63.6/ 73.1 亿元。银保渠道方面，“报行合一”政策推动渠道费用竞争趋于规范，叠加公司在渠道资源、产品设计和客户服务能力上的优势释放，银保渠道价值贡献持续提升。我们预计 2026 至 2028 年银保渠道 NBV 分别为 79.1/ 102.8/ 123.4 亿元。综合来看，我们预计 2026 至 2028 年公司 NBV 分别为 132.5/ 164.9/ 195.3 亿元，同比分别+34.6%/ +24.5%/ +18.4%。

表 2：新华保险新业务价值预测（百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
新业务价值	3,023	6,253	9,842	13,246	16,486	19,526
yoy		*106.8%*	*57.4%*	*34.6%*	*24.5%*	*18.4%*
个险渠道	2,934	4,025	4,805	5,526	6,355	7,308
银行保险渠道	407	2,509	5,273	7,910	10,282	12,339
团体保险渠道	(318)	(281)	(236)	(189)	(151)	(121)

数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

3）内含价值：预计 EV 保持稳健增长，NBV 贡献提升带动营运 ROEV 改善。随着新业务价值持续修复，预计公司 EV 增长动能逐步增强。预计 2026 至 2028 年公司期末内含价值分别为 3,167.5/ 3,482.1/ 3,829.6 亿元，同比分别+10.0%/ +9.9%/ +10.0%。

表 3：新华保险内含价值预测（百万元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
期初的内含价值	255,582	250,510	258,448	287,840	316,752	348,207
新业务价值的影响	3,023	6,253	9,842	13,246	16,486	19,526
期望收益	19,298	16,514	15,578	17,270	19,005	20,892
运营经验偏差	2,756	4,674	6,884	4,807	5,290	5,815
经济经验偏差	(14,315)	20,357	6,410	4,807	5,290	5,815
运营假设变动	398	(2,220)	(4,222)	(2,533)	(2,787)	(3,064)
经济假设变动	(13,306)	(35,458)	-	-	-	-
注资及股东红利分配	(3,369)	(4,336)	(8,298)	(10,039)	(13,317)	(15,870)
其他	55	211	198	230	253	279
寿险业务以外的其他股东价值变化	388	1,945	3,000	1,123	1,235	1,358
期末的内含价值	**250,510**	**258,448**	**287,840**	**316,752**	**348,207**	**382,957**
yoy		***3.2%***	***11.4%***	***10.0%***	***9.9%***	***10.0%***
营运 ROEV	10.0%	10.1%	10.9%	11.4%	12.0%	12.4%
每股内含价值	**80.29**	**82.84**	**92.26**	**101.52**	**111.60**	**122.74**

数据来源：新华保险公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

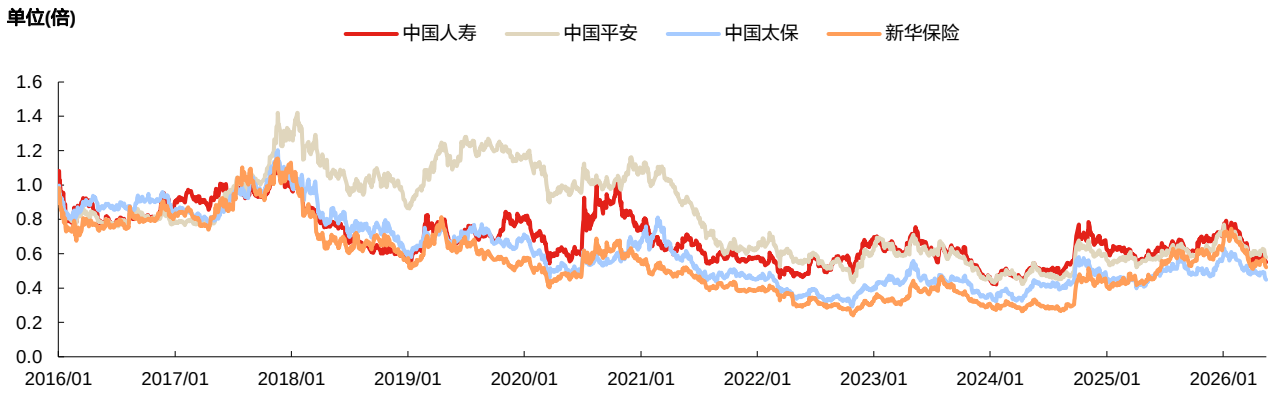
投资建议

我们认为，新华保险当前估值仍未充分反映负债端价值修复和资产端权益弹性。负债端看，公司寿险主业集中度较高，个险渠道经历队伍出清后，人均产能和价值贡献逐步修复；银保渠道在“报行合一”推动费用竞争规范化后，NBV 和价值率均明显改善，已成为公司新业务价值增长的重要来源。资产端看，公司权益类资产占比较高，权益市场改善阶段利润弹性更强。随着 NBV 修复、EV 恢复增长和总投资收益率改善，公司估值具备修复基础。

盈利预测方面，我们预计 2026 至 2028 年公司保险服务收入分别为 532.8/ 561.3/ 592.6 亿元，同比分别+5.9%/ +5.4%/ +5.6%；NBV 分别为 132.5/ 164.9/ 195.3 亿元，同比分别+34.6%/ +24.5%/ +18.4%；期末内含价值分别为 3,167.5/ 3,482.1/ 3,829.6 亿元，同比分别+10.0%/ +9.9%/ +10.0%，对应每股内含价值分别为 101.52/ 111.60/ 122.74 元。

估值方面，我们采用 P/EV 方法进行估值，并参考公司自身历史 P/EV 估值中枢，给予公司 2026 年 0.8x P/EV。寿险公司内含价值由调整后净资产和有效业务价值构成，反映现有资产负债表价值及存量保单未来利润的折现价值，是寿险公司估值的重要锚。新华保险上市以来 P/EV 估值中枢长期低于主要同业，较中国人寿/ 中国平安/ 中国太保平均折价约 17.1%，主要由于公司业务规模相对较小，渠道结构和业务结构稳定性弱于头部同业，利润表现对资本市场波动的敏感度更高。考虑到公司当前负债端价值修复趋势明确，NBV 重回增长通道，银保渠道弹性较强，同时资产端权益资产占比较高、市场修复阶段利润弹性更大，我们参考公司历史相对同业折价水平，给予公司 2026 年 0.8x P/EV，对应目标价 81.22 元。以 2026 年 5 月 18 日收盘价 60.12 元计算，公司 2026 至 2028 年 P/EV 分别为 0.59x/ 0.54x/ 0.49x，当前估值较目标估值仍有修复空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 25：新华保险历史滚动 P/EV 估值相对较低



数据来源：iFinD，东方证券研究所；注：P/EV=收盘价/每股内含价值，按各公司当日收盘价及时间加权的滚动每股内含价值测算；数据截至 2026 年 5 月 18 日

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

风险提示

1）长端利率下行超预期：保险资金具有长久期特性，若宏观经济复苏乏力导致长端利率长期处于低位甚至进一步下行，将显著增加公司新增资产与到期资产的再投资压力，导致净投资收益率承压。同时，折现率下行将直接影响内含价值的计算假设，导致有效业务价值和内含价值的评估结果面临缩水风险，进而压制估值中枢。

2）权益市场大幅波动：公司资产配置中包含一定比例的股票与基金权益资产。若资本市场出现大幅震荡或系统性下跌，一方面将通过 FVTPL 资产直接冲击当期归母净利润；另一方面，计入 FVOCI 的资产波动将影响净资产水平，进而导致综合投资收益率不及预期。

3）寿险改革成效不及预期：尽管个险渠道已企稳，但若代理人队伍规模继续大幅脱落，或新人的留存率与产能提升速度低于预期，将导致新业务价值增长乏力。

4）居民收入不及预期：若居民收入预期不稳导致长期储蓄型与保障型产品需求持续疲软，可能导致保费增速放缓，影响负债端未来的利润释放能力。

5）监管政策变化风险：保险行业受监管政策影响较大，若产品定价、渠道监管、资本约束、偿付能力要求或分红险相关规则进一步调整，可能对公司产品销售节奏、业务结构、资本消耗及盈利能力产生影响。

6）产品结构转型不及预期：在低利率环境下，公司正推动产品结构向分红险等浮动收益型产品倾斜。若分红险销售推进不及预期，或传统险压降与新产品切换节奏不顺，可能影响新单增长、价值率改善及负债成本优化进程。

7）精算假设调整风险：寿险公司估值和利润表现对折现率、退保率、费用率、死亡率等核心精算假设较为敏感。若未来实际经营经验与假设偏离，或公司主动调整精算假设，可能对新业务价值、内含价值及当期利润造成波动。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
保险服务收入	478.1	503.0	532.8	561.3	592.6
投资收益	163.1	529.0	426.9	447.0	501.9
公允价值变动损益	354.4	214.2	116.0	136.2	156.7
其他业务收入	328.8	332.6	355.5	380.1	406.9
其他收益	1.2	(1.3)	0.4	0.4	0.4
营业收入	1,325.5	1,577.5	1,431.5	1,525.0	1,658.6
保险服务费用	(315.8)	(317.5)	(335.7)	(353.6)	(373.3)
承保财务损益	(611.9)	(781.6)	(677.4)	(745.2)	(816.0)
业务及管理费	(30.6)	(27.7)	(29.8)	(31.4)	(33.2)
其他业务成本	(85.2)	(78.6)	(71.8)	(78.9)	(86.5)
营业支出合计	(1,043.4)	(1,205.4)	(1,114.7)	(1,209.2)	(1,308.9)
营业利润	282.2	372.0	316.7	315.9	349.6
利润总额	281.4	405.3	316.3	315.3	348.9
净利润	262.3	362.9	287.4	286.5	317.1
归母净利润	262.3	362.8	287.4	286.4	317.0
少数股东损益	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1

资产负债表

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	384.6	429.2	463.6	500.7	540.7
金融投资	12,618.3	14,111.9	15,855.3	17,758.1	19,680.0
定期存款	2,824.6	2,939.6	3,042.5	3,133.8	3,212.1
长期股权投资	302.4	656.3	787.6	866.4	953.0
投资性房地产	90.5	114.2	117.7	121.2	124.8
其他资产	702.5	743.5	764.4	787.6	811.7
总资产	16,923.0	18,994.8	21,031.0	23,167.7	25,322.4
预收保费	3.4	3.4	4.0	4.8	5.8
保险合同负债	13,660.9	15,326.4	16,935.6	18,629.2	20,399.0
其他负债	2,296.0	2,549.3	2,689.2	2,946.1	3,229.1
总负债	15,960.3	17,879.1	19,628.8	21,580.2	23,633.9
股本	31.2	31.2	31.2	31.2	31.2
资本公积	239.7	238.8	238.8	238.8	238.8
未分配利润	1,081.8	1,265.2	1,452.2	1,605.4	1,763.7
归母权益合计	962.4	1,115.4	1,401.7	1,587.0	1,688.0
股东权益合计	962.7	1,115.8	1,402.2	1,587.5	1,688.6
负债和股东权益合计	16,923.0	18,994.8	21,031.0	23,167.7	25,322.4

内含价值预测表

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
期初的内含价值	2,505.1	2,584.5	2,878.4	3,167.5	3,482.1
新业务价值的影响	62.5	98.4	132.5	164.9	195.3
个险渠道	40.3	48.0	55.3	63.5	73.1
银行保险渠道	25.1	52.7	79.1	102.8	123.4
团体保险渠道	(2.8)	(2.4)	(1.9)	(1.5)	(1.2)
期望收益	165.1	155.8	172.7	190.1	208.9
运营经验偏差	46.7	68.8	48.1	52.9	58.2
经济经验偏差	203.6	64.1	48.1	52.9	58.2
运营假设变动	(22.2)	(42.2)	(25.3)	(27.9)	(30.6)
经济假设变动	(354.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
注资及股东红利分配	(43.4)	(83.0)	(100.4)	(133.2)	(158.7)
其他	2.1	2.0	2.3	2.5	2.8
其他股东价值变化	19.4	30.0	11.2	12.4	13.6
期末的内含价值	2,584.5	2,878.4	3,167.5	3,482.1	3,829.6

主要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
估值与盈利指标					
P/EV	0.73	0.65	0.59	0.54	0.49
PE	7.15	5.17	6.53	6.55	5.92
PB	1.95	1.68	1.34	1.18	1.11
ROE	27.3%	32.5%	20.5%	18.0%	18.8%
ROA	1.5%	1.9%	1.4%	1.2%	1.3%
每股数据（元/股）					
每股 NBV	2.00	3.15	4.25	5.28	6.26
每股人身险 EV	82.84	92.26	101.52	111.60	122.74
每股集团 EV	82.84	92.26	101.52	111.60	122.74
每股净资产	30.85	35.75	44.93	50.87	54.10
每股净利润	8.41	11.63	9.21	9.18	10.16
每股分红	2.53	2.73	3.22	4.27	5.09
增长率					
保险服务收入	-0.5%	5.2%	5.9%	5.4%	5.6%
投资收益	-531.9%	224.4%	-19.3%	4.7%	12.3%
营业收入	85.3%	19.0%	-9.3%	6.5%	8.8%
归母净利润	201.1%	38.3%	-20.8%	-0.3%	10.7%
一年新业务价值	106.8%	57.4%	34.6%	24.5%	18.4%
归母净资产	-8.4%	15.9%	25.7%	13.2%	6.4%
总资产	20.6%	12.2%	10.7%	10.2%	9.3%
内含价值变动					
营运 ROEV	10.1%	10.9%	11.4%	12.0%	12.4%
内含价值增长率	3.2%	11.4%	10.0%	9.9%	10.0%

资料来源：新华保险公司公告，iFinD，东方证券研究所；注：以 2026 年 5 月 18 日收盘价计

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。