公司评级	增持（维持）
报告日期	2025 年 10 月 29 日

基础数据

10 月 22 日收盘价（元）	68.68
总市值（亿元）	2,142.50
总股本（亿股）	31.20

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证非银】新华保险：投资及净利润亮眼，NBV 在银保支撑下延续高增-2025.08.30

【兴证非银】新华保险：NBV 与净利润延续较快增长，关注分红险转型成效-2025.05.05

【兴证非银】新华保险：NBV 与利润亮眼，DPS 大幅超预期-2025.04.10

分析师：唐亮亮
S0190523080002
tangliangliang@xyzq.com.cn

新华保险(601336.SH)

兼具价值成长性与业绩高弹性的纯寿险标的

投资要点：

- **核心逻辑：纯寿险、高杠杆构筑业绩高弹性；新管理层通过渠道转型及资产端优化，盈利能力与经营质态实现跨越式提升，迈上高质量发展新台阶，驱动价值全面重估。**
- **核心竞争优势：**高经营杠杆+高权益敞口，业绩弹性领跑同业。2025H1 末公司的经营杠杆达 21.3 倍（上市同业 9-13 倍）。近年来不断优化投资组合，同时积极落实长期资金入市增配权益，债券以及股票配置比例 2024 年末提升至 52.1%、11.1%。2024 年归母净利润同比+201%至 262 亿元，2025H1 归母净利润同比增长 33.5%至 148 亿元，较高的经营杠杆使得投资业绩对公司净利润影响较大，尤其在权益市场回暖阶段，公司净利润具备较强的爆发力。
- **负债端破局：**双轮驱动重塑增长曲线，NBV 动能强劲。NBV 持续高增，近年来公司得益于渠道端“个险+银保”双轮驱动发展模式，产品端拉长缴费期限、压降费用带来的价值率显著提升，实现了 NBV 规模快速攀升。2023-2025H1NBV 同比增长 65.1%/106.8%/58.4%（非可比口径，可比增速更高），在上市同业中保持领先。具体看，代理人渠道由“人海战术”向“专业精英”跃迁。2020-2024 年，公司代理人规模从 60.6 万人精简至 13.6 万人，代理人月人均综合产能从 2617 元提升至 8100 元。2025H1 公司代理人规模为 13.3 万人，月人均综合产能 1.67 万元，同比提升 74%，“专业精英”的优秀创收能力逐步显现。银保将成为公司价值的新增长极，公司近年来完成了银保渠道价值转型，2025H1 银保新业务价值率较 2024H1 下降 0.7pct，但相比于 2024 年末提升 3pct，新业务价值及其占总新业务价值的比例提升 17.5pct 至 52.8%。
- **资产端优化：**债券结构优化，权益增配明显。截至 2025H1 末，公司总投资资产规模提升至 1.71 万亿元，较年初增长 5.1%。配置结构看，近年来持续加大债券以及股票配置比例，分别从 2020 年末的 42.7%、7.9%提升至 2025H1 末的 50.6%、11.6%。公司近年国债配置比例提升较快，主要为拉长资产久期，压降久期缺口，降低利率变动对净资产的影响。2025H1 末公司股票+基金规模达到 3193 亿元，较年初增长 4.0%，占总投资资产比例为 18.7%。权益高仓位赋予投资业绩高弹性，2025H1 公司年化总投资收益率为 5.9%，在上市同业中保持领先，反映其权益配置较高的弹性优势与短期择时能力较强。
- **投资观点：看好短期业绩弹性以及长期价值成长性，建议配置。**短期来看，公司在权益牛市下业绩弹性较高。随着权益市场步入慢牛行情，公司权益类资产持仓配置与市场节奏适配性提升，新华作为高杠杆高业绩弹性标的预计将释放亮眼业绩，根据公司发布的 2025 年前三季度业绩预增公告，预计前三季度归母净利润为 299.9 亿元至 341.2 亿元人民币，同比增长 45%至 65%。中长期来看，新管理层上任后启动全方位战略革新，经营活力全面焕发。负债端优化产品与渠道结构，推动 NBV 重回稳健高增长；投资端完善大类资产配置框架，提升久期匹配度与选股择时能力，盈利能力显著增强。二者有望共同驱动 EV 持续高增长，内生增长动能强劲。此外，公司近年来愈发重视股东回报，分红率相对稳定、股息率较优，具备长期投资价值，建议增持。

- 风险提示：权益市场大幅回撤、长端利率大幅下行、新单销售显著不及预期

目录

一、 公司发展概况 4
（一） 公司发展历程：聚焦寿险的改革领军企业 4
（二） 公司股权结构及股东情况：背靠中央汇金，金融底蕴深厚 10
（三） 公司治理结构：专业背景深厚，治理结构优化 11
二、 经营特征分析 12
（一） 负债端：坚持寿险主业，双渠道转型驱动高质量发展 12
（二） 产品及服务：覆盖全生命周期需求，医康养体系基本成型 18
（三） 投资端：总投资资产规模稳步提升，二级权益配置比例相对较高 20
（四） 纯寿险公司经营杠杆高+权益配比高，投资和利润弹性大 24
（五） 分红比率稳定，股息率有望保持较高水平 25
三、 估值预测 26
（一） 估值复盘：强 β 属性明显，2024 年以来股价震荡上涨 26
（二） 投资观点：看好短期业绩弹性以及长期价值成长性，建议配置 27
（三） 盈利预测 28
四、 风险提示 29

图目录

图 1、 新华保险发展历程回顾（1996-2024 年） 4
图 2、 新华保险股权结构（2006 年） 5
图 3、 新华省级分公司数量（2001-2004 年） 5
图 4、 新华、平安、国寿、太保保费收入（2004-2011 年） 6
图 5、 新华、平安、国寿、太保保费收入增速（2005-2011 年） 6
图 6、 新华个险、银保渠道新单保费及增速（2012-2018 年） 7
图 7、 2020 年后新华代理人数量锐减 9
图 8、 2020 年后新华新业务价值增长疲弱 9
图 9、 公司股权结构（截止至 2025.6.30） 10
图 10、 中央汇金投资责任有限公司持股金融企业情况（截至 2024.12.30） 11
图 11、 新华原保险保费收入情况（2020-2025H1） 12
图 12、 新华代理人数量及代理人月均人均综合产能情况（2020-2025H1） 13
图 13、 新华银保渠道新单保费及其结构变化情况（2020-2025H1） 13
图 14、 新华新基本法主要内容 14
图 15、 新华“XIN 一代”计划队伍建设项目 14
图 16、 新华银保新业务价值率显著改善 15
图 17、 新华银保新业务价值占比大幅提升 15
图 18、 新华 2023-2025H1 NBV 增速领跑同业 15
图 19、 新华 2023-2025H1 NBVM 大幅改善 16
图 20、 新华 2025H1 EV 保持正增 17
图 21、 新华 ROEV 有待改善 17
图 22、 新华新增业务成本正快速优化 19
图 23、 新华存量业务成本正在优化 19
图 24、 新华新单结构（首年保费口径） 19

图 25、 新华 13 个月保费继续率持续改善 20
图 26、 新华 25 个月保费继续率持续改善 20
图 27、 2020-2025H1 新华总投资资产规模及增速 21
图 28、 2020-2025H1 新华投资资产结构 21
图 29、 新华债券结构变化（2015-2025H1） 21
图 30、 新华债券规模变化（2015-2025H1） 22
图 31、 新华股票+基金规模变化（2015-2025H1） 22
图 32、 新华 2025H1 固收类资产结构 23
图 33、 新华 2025H1 权益类资产结构 23
图 34、 新华拥有上市同业中最高的经营杠杆 24
图 35、 新华股票+基金占总投资资产比重明显高于其他上市同业 24
图 36、 2022-2025H1 新华归母净资产 25
图 37、 2022-2025H1 新华归母净资产同比增速（2025H1 为较年初增速） 25
图 38、 2022-2025H1 新华归母利润 25
图 39、 2022-2025H1 新华归母净利润同比增速 25
图 40、 公司上市以来现金分红比例 26
图 41、 新华股价复盘 27

表目录

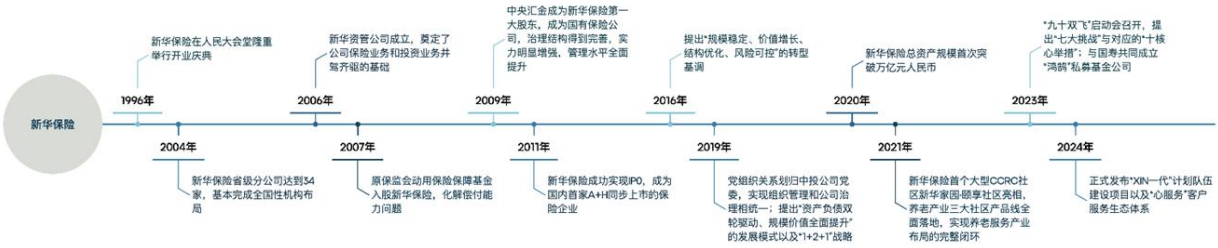
表 1、 新华康养产业及财富管理公司布局 7
表 2、 十大核心举措与对应问题 9
表 3、 新华董事会成员 11
表 4、 新华高管及关键岗位人员 12
表 5、 新华 2025 年开门红主力产品具备较强吸引力 16
表 6、 新华 EV 拆分 17
表 7、 新华保费收入前 5 位产品（2020-2024 年） 18
表 8、 新华净投资收益率、总投资收益率、综合投资收益率 23
表 9、 新华历年每股股利及股息率 26
表 10、 上市险企估值及分位数（截至 2025 年 10 月 22 日） 28
表 11、 新华保险盈利预测 28

一、公司发展概况

（一）公司发展历程：聚焦寿险的改革领军企业

新华保险是我国第一家民营企业参股的保险公司，资本多样性赋予了其创新变革的文化基因。新华保险成立于 1996 年，是继人保、平安、太保之后首批扩容的保险公司之一。2004 年前后，公司基本完成全国性机构布局。2009 年，经历治理危机和偿付能力危机后，中央汇金入股成为第一大股东，公司变身成为大型国有控股保险公司。2011 年，相继在港股和 A 股上市，是国内首家以“A+H”方式同步上市的保险公司。此后，新华乘代理人渠道飞速发展之东风，实现规模快速扩张。2019-2022 年，行业深度调整背景下公司开始探索渠道转型，期间经历了高管频繁变动以及业务负增长的阵痛。2023 年新领导班子上任后，针对过往发展中的核心问题，进行战略调整与重塑，逐步明确了走内涵式、高质量发展道路。经过一系列专业化、市场化、体系化改革举措，公司经营发展正焕发出全新活力。

图1、新华保险发展历程回顾（1996-2024 年）

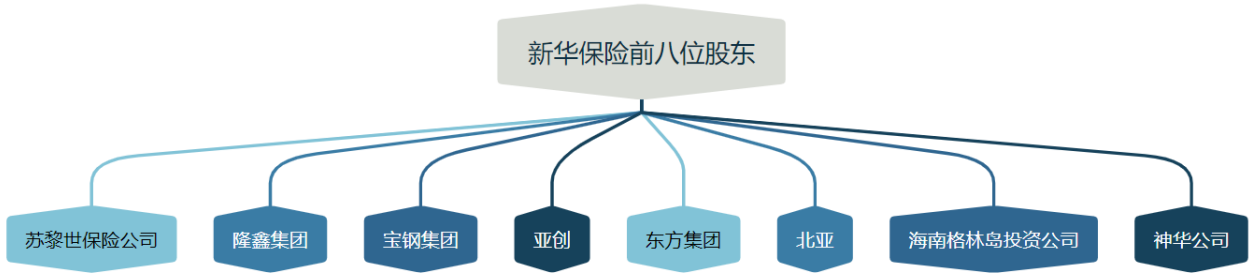


数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1、发展阶段一（1996-2006）：民营资本首次挺进保险业

成立初期，公司股权结构经历从混合所有制破冰到外资战略控股的转变。新华保险于 1996 年在北京创立，开创性构建“国有主导+民营突破”的混合所有制框架，15 家发起股东中，国有背景的新产业系与民营东方系企业构成核心股东群，股权分散化特征显著。历经多次资本重组后，2006 年股东结构实现质变——苏黎世保险公司通过多重路径累计持股 27.5%，成为公司实际控制人。此次控股级注资兼具双重价值，既大幅夯实资本金基础，更关键的是引入国际领先的精算模型、风控体系及代理人培训机制，为经营能力跃迁奠定治理基础。

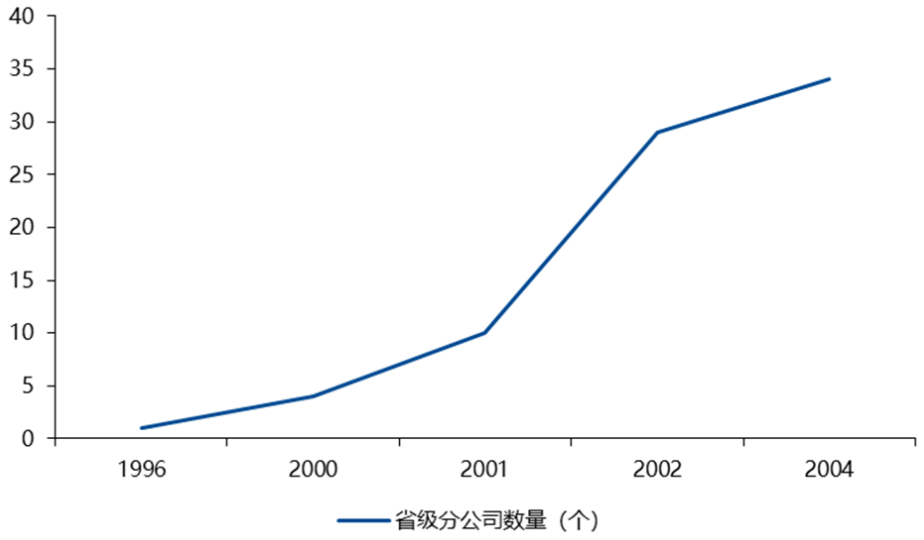
图2、新华保险股权结构（2006 年）



数据来源：新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

这一时期，公司业务网络建设凸显"政策驱动型超速扩张"的典型路径。精准把握中国加入 WTO（2001 年）后的经济飞速发展的阶段，行业进入战略发展机遇期，三年内（2001-2004）将省级分公司从 4 家猛增至 34 家，年均增设 10 家省级机构，实现全国省级行政区全覆盖。该网络基建的完成，直接支撑了后期保费规模跃居行业前三的市占率突破。

图3、新华省级分公司数量（2001-2004 年）



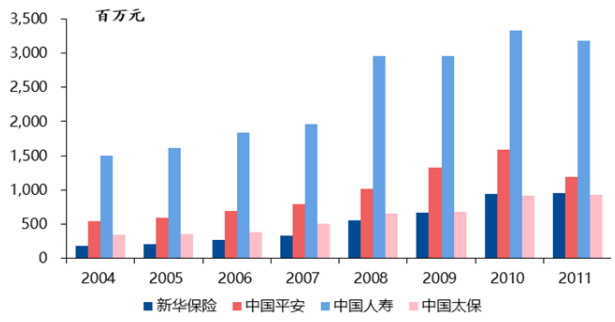
数据来源：中国保险学会，兴业证券经济与金融研究院整理

2、发展阶段二（2007-2011）：危机涅槃与资本重生

国资接管驱动战略重构及“A+H”上市。2003-2006 年公司经历高速扩张期，2005-2006 年间新华保险以年均近 20%保费增速领跑同业，但过度规模导向引致系统性风险：2004 年涉险南方证券债务黑洞致盈利真实性受疑，触发高管离任潮；2005 年因偿付能力跌破监管红线被暂停分支机构设立；2006 年更曝出董事长违规挪用资金案，治理危机全面爆发。监管层紧急动用保险保障基金收购民营股权实施接管，并于 2009 年将全部股权划转中央汇金，完成国有化重整。

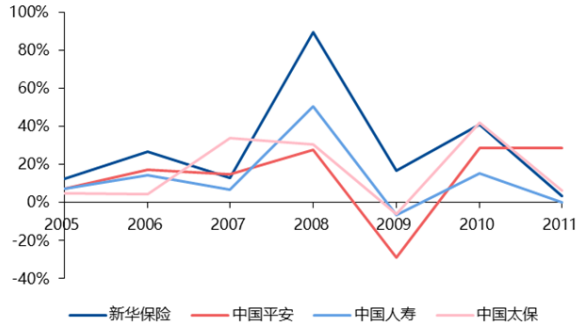
随着中央汇金入主组建康典（董事长）、何志光（总裁）为核心的专业管理层，公司启动“规模与效益平衡”战略转型。2009-2011 年保费增速调整至 20%左右（仍超行业但趋稳健），2011 年成功实现行业首例“A+H”同步 IPO（601336.SH/1336.HK），募资逾 120 亿港元增强资本。上市次年保费即超越太保寿险，2011-2015 年间稳居行业第四位，标志着公司治理和市场地位的改善。

图4、新华、平安、国寿、太保保费收入（2004-2011 年）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、新华、平安、国寿、太保保费收入增速（2005-2011 年）

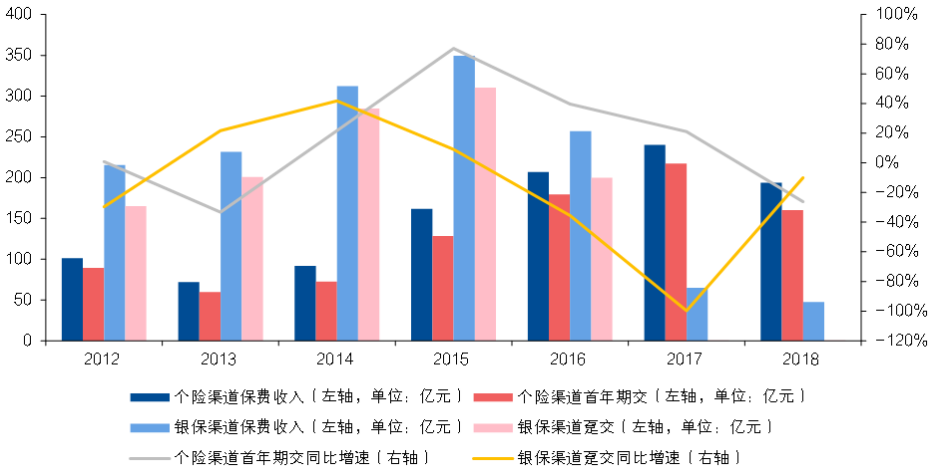


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、发展阶段三（2012-2018）：渠道产品重塑布局康养，管理层更迭短期承压

监管引领行业变革，战略聚焦渠道、产品与服务三支柱转型。2013 年后，监管引领下行业渠道和产品格局发生新变化：银保渠道增速放缓，个险代理人渠道快速扩张，健康险崛起成为市场热点。新华保险敏锐把握趋势，实施三大核心调整：渠道上，收缩受监管压降中短存续期和万能险冲击的银保业务（首年保费由 2015 年 349 亿降至 2018 年 48 亿），全力转向高价值个险渠道（2015 年期缴新单增速高达 77.1%）；产品上，加速向保障型转型，力推健康险及期交产品（2015 年健康险保费增速高达 47.8%），大幅削减银保趸交（首年保费从 2015 年的 310 亿骤降至 2018 年 0.36 亿）；服务上，深耕负债端优化，打造创新健康险产品矩阵。

图6、新华个险、银保渠道新单保费及增速（2012-2018 年）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

前瞻布局康养生态链，战略摇摆致短期排名承压。在业务结构调整的同时，新华保险自 2011 年起前瞻性延伸产业链，积极布局健康管理、养老服务和资产管理领域，至 2016 年已初步形成“保险+康养+资管”的综合服务体系，成为业内康养布局先行者。然而，受制于核心管理层频繁更迭引发的战略连贯性不足，公司发展受到一定制约，保费收入于 2016 年被太保反超，并在后续三年内跌出行业前五。

表1、新华康养产业及财富管理公司布局

时间	公司名称	经营内容
2012 年	新华嘉悦康养产业（北京）有限公司	新华人寿保险股份有限公司全资子公司，受其委托，全权管理其在国内投资建设的全部养老住区，为入住老人提供相关的医疗、护理、康复、保健、娱乐等服务。
2012 年	新华卓越健康投资管理有限公司	主要从事健康管理、医疗服务、护理服务、医疗投资等健康医疗产业，致力于提供高品质、全方位、覆盖全生命周期的健康医疗服务，特别是为社会精英人群提供从出生到终老，贯穿一生的健康体检、健康管理、养生保健、医疗服务、养老看护以及健康保险等一体化服务，构建完整的健康保险产业链，满足客户多样化和个性化的健康需求。
2013 年	新华资产管理（香港）有限公司	新华资产（香港）是新华保险于中国境外的全球资产配置及投资平台，经营范围包括管理运用自有资金及保险资金；受托资金管理业务；与资金管理业务相关的咨询业务；国家法律法规允许的其他资产管理业务。
2014 年	新华家园养老投资管理（海南）	新华家园·海南博鳌社区坐落于海南省琼海市博鳌镇滨海大道 8 号，距博鳌亚洲论坛约 8 公里，占地面积约 13.5 万平方米，

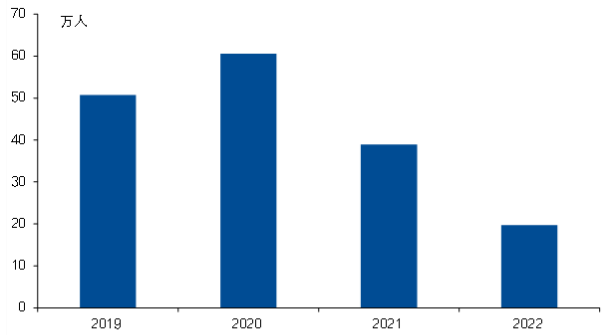
	有限公司	总建筑面积约 14 万平方米，容积率 1.01，绿化率 53%，共有 1600 余套养老公寓及养老配套设施，为活力长者提供养老养生度假服务。
2016 年	新华养老保险股份有限公司	公司经营范围：团体养老保险及年金业务；个人养老保险及年金业务；短期健康保险业务；意外伤害保险业务；团体人寿保险业务；团体长期健康保险业务；上述业务的再保险业务；保险资金运用业务；受托管理委托人委托的以养老保障为目的的人民币、外币资金业务；开展与资产管理业务相关的咨询业务；经中国银保监会批准的其他业务。
2016 年	北京新华卓越康复医院有限公司	以老年医学、中医学、康复医学为特色的二级医院，已开通医保。医院设有康复科、中医科、内科、外科、妇科，耳鼻科、口腔科、老年医学科、全科等门诊科室、并开展核磁共振、CT、全身多系统 B 超等项目，可进行大部分的检验项目，药品齐全，并可满足常见病诊疗、中医治疗、取药、慢病管理、康复等需求，已与北京大学医学部正式签约开展学科共建合作。

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4、发展阶段四（2019-至今）：双轮驱动破局，新任管理层重塑渠道与服务双引擎

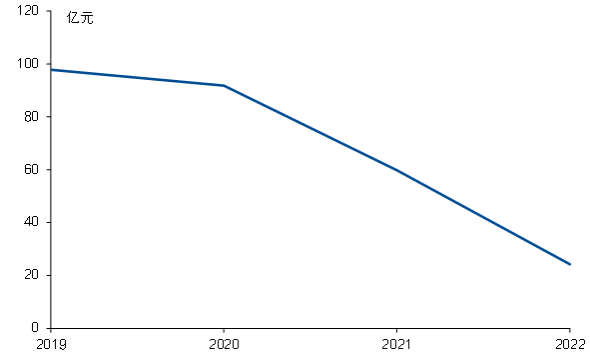
新冠病毒来袭倒逼战略升级，“一体两翼+双轮驱动”重塑增长极。新冠病毒来袭后行业供需重构：需求端健康保障多元化催生“保险+康养”融合，供给端代理人渠道萎缩拖累负债端，资本市场波动压制资产收益。在此阶段新华确立了“资产负债双轮驱动”核心模式，构建“1+2+1”战略（寿险主体+财富/康养两翼+科技支撑）。康养生态聚焦中高净值客群闭环运营，2022 年新增康养社区入住资格签约 2625 份带动保费 45.35 亿；财富管理强化综合养老金解决方案，实现跨业务协同。

图7、2020 年后新华代理人数量锐减



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2020 年后新华新业务价值增长疲弱



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

新管理层直面七大痛点，“专业化+市场化”改革破题。2023 年 8 月杨玉成履新党委书记后，公司经营管理风貌焕然一新，上任初期即直指公司核心矛盾：新业务价值大幅下滑、营销渠道转型滞后（90 后高学历代理人流失）、绩优人力短缺、区域布局模糊、客户体系薄弱等七大短板。改革路径明确聚焦专业化与市场化双轮驱动，推出十大核心举措加速转型，负债资产双向赋能。负债端重启银保构筑 "个险守价值、银保冲规模" 格局，渠道占比显著领跑同业；深化"保障+财富"双职能夯实资产基础。2024 年 7 月正式启动 "XIN 一代"计划，通过制度体系、服务体系、培训体系、资源体系、管理平台五大升级，打造 "国有品牌可信赖-职业发展能托付-产品服务有温度" 的三位一体队伍架构，剑指高素质金融人才梯队建设。打通资产负债循环，资产端高配权益资产提升收益弹性，2023 年权益类占比 22%（股票+基金占比 14%），高于行业均值。2024 年以来，公司积极落实长期资金入市要求，加大权益配置仓位同时通过精准择时择券获取超额投资收益，盈利能力显著增强。

表2、十大核心举措与对应问题

序号	核心举措	针对问题
1	做实做好排兵布阵，优化区域发展布局。	区域布局的方向不清晰，资源投入效率偏低。
2	做大做强人才队伍，推动专业队伍建设布局。	激励约束不够市场化，人才活力没有得到充分激发。
3	做实做细客户服务，树立以客户为中心的理念。	客户经营体系不完善，没有真正做到以客户为中心。
4	做深做实渠道发展，提升专业水平与核心竞争力。	核心竞争力不强。
5	做优做专产品研发，提高资产负债管理能力。	产品服务不够硬，设计研发没有做到以需求为先。
6	深化体制机制改革，建立市场化激励约束体系。	激励约束不够市场化，人才活力没有得到充分激发。
7	做优做精资源投入，提高资源配置效率。	康养资源利用不充分，协同作用发挥有限。

8	做强做实科技赋能，提升服务支持保障水平。	科技赋能缺乏实效，整体运营支持不到位。
9	筑牢风控合规屏障，守住不发生重大风险底线。	综合经营管理能力
10	强化党建引领保障，全面提升服务国家战略能力。	综合经营管理能力

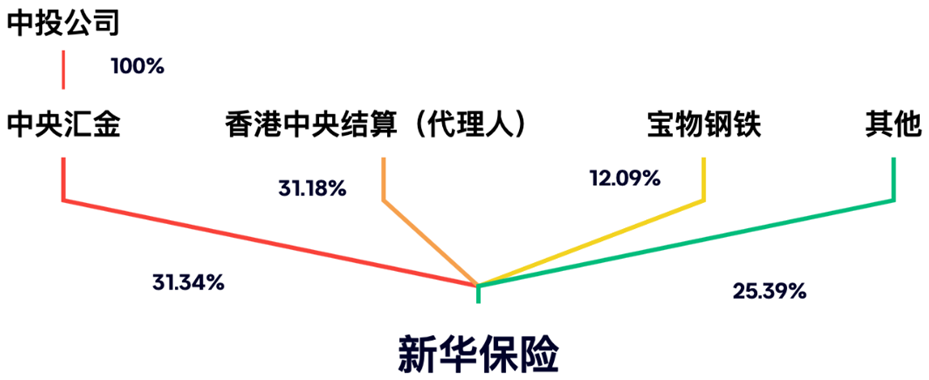
资料来源：和讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

“心服务”生态筑基客户经营，五大优势重构竞争壁垒。同步发布 "心服务"客户生态体系，以理赔（好又快）、特色服务（优）、智慧服务（易）、品牌服务（强）、民生保障（暖）五大核心优势重塑运营价值链。该体系紧扣 "回归保险本源" 战略导向，通过运营管理数字化升级与服务场景拓展，将传统风险保障延伸至全生命周期服务，构建差异化客户经营护城河。渠道+服务双线改革标志公司进入深度转型攻坚期。

（二）公司股权结构及股东情况：背靠中央汇金，金融底蕴深厚

公司控股股东为中央汇金投资责任有限公司，截至 2025 年 6 月 30 日，中央汇金投资责任有限公司持股 31.34%为第一大股东，宝钢持股 12.09%为第二大股东。

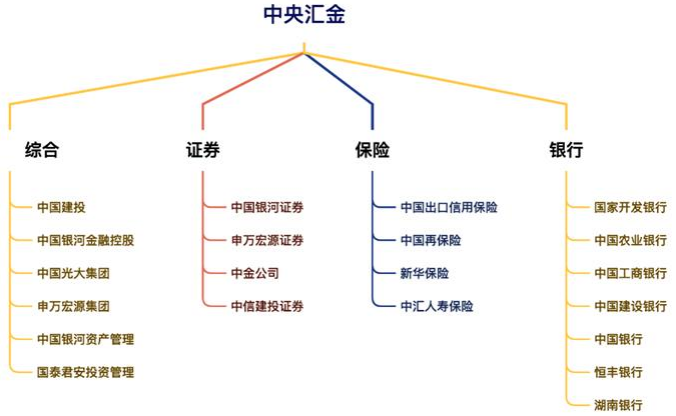
图9、公司股权结构（截止至 2025.6.30）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司背靠中国投资责任有限公司的全资子公司中央汇金投资责任有限公司，综合金融资源整合能力突出。公司的控股股东中央汇金公司仅根据国务院授权，对国有重点金融企业进行股权投资，但不干预其控股企业的日常经营，让新华保险既拥有国资强有力的背书，又能充分发挥市场化经营的优势。中央汇金公司在金融业的布局非常全面，涵盖银行、保险、证券和综合金融企业，在养老金融、财富管理、跨境服务等领域形成强大的资源协同网络，为新华保险的保险主业创新发展提供生态化支撑。

图10、中央汇金投资责任有限公司持股金融企业情况（截至 2024.12.30）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）公司治理结构：专业背景深厚，治理结构优化

董事会及高管团队：背景复合，覆盖全面。董事长杨玉成先生（2023 年 8 月上任）具备多年资本市场从业经验，统筹全司“专业化+市场化”改革，总裁龚兴峰先生（2024 年 12 月上任）为精算与财务专家，司职新华保险超 25 年。股权董事汇金系与宝武系各占两席，体现大股东协同治理。独立董事覆盖法律、会计、保险、金融四大领域。高管团队专业化分工，治理能效提升。多位高管源自新华内部提拔，司龄超过 15 年，深谙公司运营脉络。

表3、新华董事会成员

姓名	职位	简介
杨玉成	执行董事、董事长	2023 年 8 月任党委书记，12 月任董事长；曾任申万宏源证券总经理（2019-2023）、宏源证券高管（2008-2014）；国资管理背景，中国人民大学经济学硕士。
龚兴峰	执行董事、总裁及财务负责人	1999 年加入新华保险，历任副总裁、首席精算师等职；央行/原保监会任职经历；中国精算师协会常务理事，中央财经大学经济学硕士、中欧国际工商学院 MBA。
杨雪	非执行董事	汇金公司董事总经理（现任）；2010 年加入中投公司，历任人力资源高级管理职务；福坦莫大学 MBA，企业人力资源管理一级资格。
毛思雪	非执行董事	中央汇金投资有限责任公司任董事总经理，2008 年 6 月加入中国投资有限责任公司，中央财经大学经济学硕士学位，美国芝加哥大学工商管理硕士学位。
胡爱民	非执行董事	华宝投资董事长（现任）；曾任宝钢集团资本运营部高管；江西财经大学经济学学士，主导华宝系金融平台整合。
张晓东	非执行董事	现任华宝（上海）股权投资基金管理有限公司董事长、党总支书记，山西太钢不锈钢股份有限公司董事。中国人民大学工商管理专业硕士学位，高级会计师职称
马耀添	独立董事	香港 Liberty Chambers 大律师，粤港澳大湾区执业律师；曾任香港立法会法律顾问（1996-2015）；北京大学法学博士，太平绅士，银紫荆星勋章获得者。
赖观荣	独立董事	现任中软国际、中信建投证券等公司独立董事；曾任农银人寿副董事长、华福证券总裁；厦门大学经济学博士，高级经济师。
徐徐	独立董事	北京工商大学保险学系教授，中国养老金融研究院常务副院长；中国人民大学经济学博士，北京保险学会学术委员会主任。
郭永清	独立董事	上海国家会计学院教授；兼任上海电力、建元信托等公司独立董事；注册会计师，上海财经大学会计学博士。
卓志	独立董事	曾任西南财经大学校长、党委副书记，四川农商联合银行、大家保险集团有限责任公司独立董事。西南财经大学货币银行学（保险方向）博士学位，德国曼海姆大学进行保险风险管理博士后

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、新华高管及关键岗位人员

姓名	职位	简介
龚兴峰	执行董事、总裁及财务负责人	1999 年加入新华保险，历任副总裁、首席精算师等职；央行/原保监会任职经历；中国精算师协会常务理事，中央财经大学经济学硕士、中欧国际工商学院 MBA。
秦泓波	副总裁、资产管理公司董事长	2021 年加入，曾任首席风险官；中再集团核心管理层（战略总监/新闻发言人），主导大地财险改革；对外经济贸易大学经济学博士，高级经济师。
王练文	副总裁	2010 年加入，历任总裁助理、浙江分公司总经理；深耕区域业务拓展（西北/浙江），兼任养老险公司管理岗；复旦大学经济学博士，会计师+经济师双职称。
李文峰	总裁助理、新华养老险董事长	汇金系背景，2019-2023 年任汇金保险机构管理部高管；曾派驻中再集团董事；审计署从业经验；东北财经大学经济学硕士，审计师资格。
刘琛	总裁助理、收展部总经理	公司内部成长型高管，历任客服部/保费部/消保部总经理；中央财经大学经济学硕士、清华大学 EMBA，经济师资格。
刘智勇	总裁助理、董事会秘书、党委组织部部长	中投/汇金体系出身，曾任汇金派驻监事；负责人力资源体系与干部培训；中国人民大学管理学博士，经济师资格。
黎宗剑	首席风险官	2017 年担任公司执行董事，副总裁。2019 年担任公司首席风险师。曾任汇金公司综合管理部／银行二部董事，保险机构管理部董事总经理等职位。
潘兴	总精算师、产品市场部总经理	2003 年加入，产品开发专家；2022 年调任养老险公司任总精算师/财务负责人，2024 年回调；对外经济贸易大学金融学博士，中国精算师。

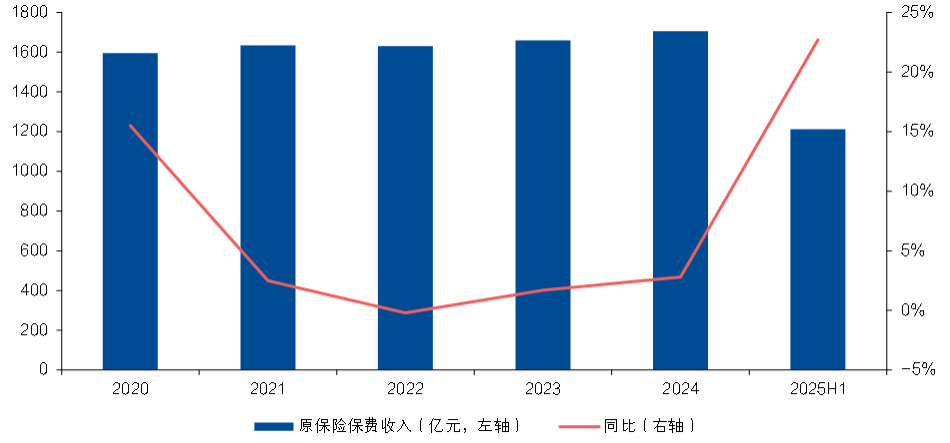
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

二、经营特征分析

（一）负债端：坚持寿险主业，双渠道转型驱动高质量发展

保费收入规模持续攀升：近年来个险和银保渠道新单保费重回增长，带动总保费规模不断攀升。2020-2024 年，公司原保险保费收入稳步增长，从 1595 亿元增长至 1705 亿元，年均复合增速为 1.7%。2025H1，保费增速引领同业，同比+22.7%。

图11、新华原保险保费收入情况（2020-2025H1）

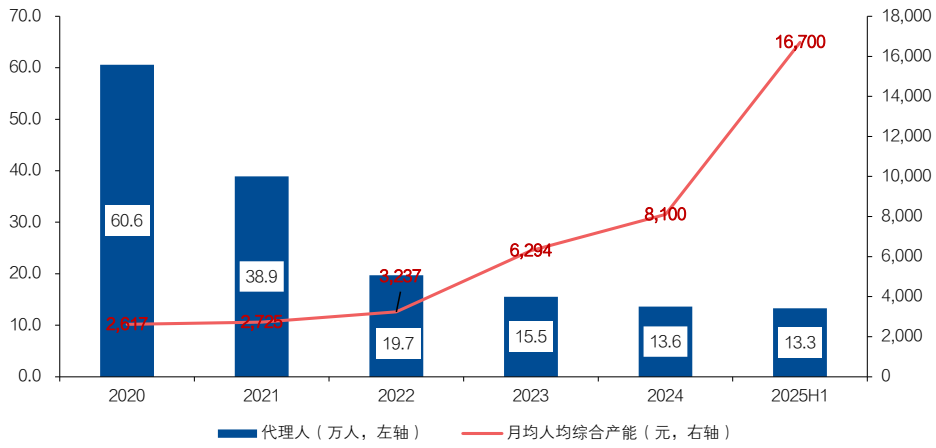


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

代理人渠道：由“人海战术”向“专业精英”跃迁。2020-2024 年，公司代理人规模从 60.6 万人精简至 13.6 万人，代理人月人均综合产能从 2617 元提升至 8100 元。2025H1 公司代理人规模为 13.3 万人，月人均综合产能 1.67 万元，同比提升

74%，“专业精英”的优秀创收能力逐步显现，引领公司代理人渠道步入“发展快车道”。

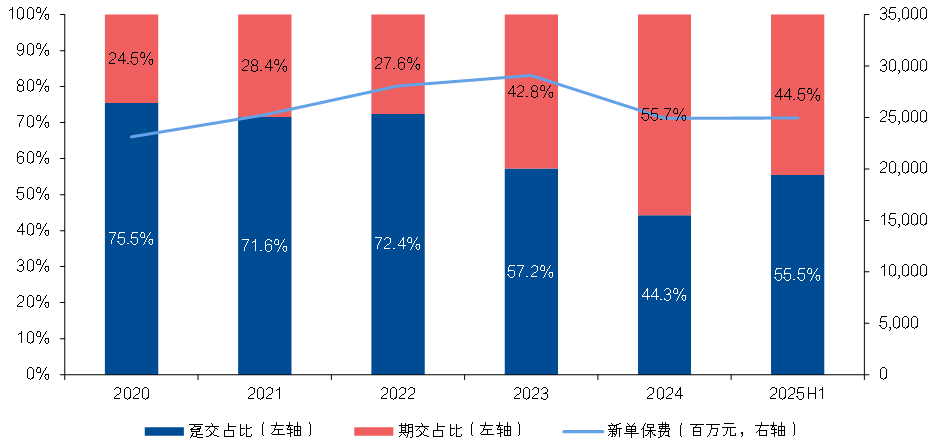
图12、新华代理人数量及代理人月均人均综合产能情况（2020-2025H1）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

银保渠道：从“规模驱动” 向“价值深耕”转型。 公司银保渠道坚持的“期趸联动”策略效果逐渐显现，银保新单中趸交占比不断压降，期交占比持续提升，2024 年银保期交保费首次超过趸交保费，占比达到 55.7%。2025H1，趸交占比有所反弹，趸交和期交规模基本持平，趸交略高。

图13、新华银保渠道新单保费及其结构变化情况（2020-2025H1）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1、代理人渠道推进高质量发展转型，实现业务可持续增长

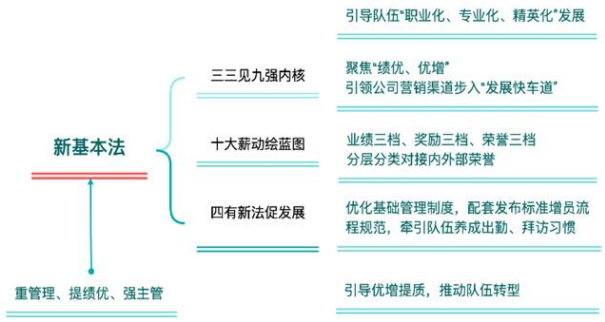
公司近年来通过新基本法、“XIN 一代”计划，加速推进代理人渠道转型升级。

新基本法：2024 年 1 月 1 日，公司营销渠道新版《基本法》（以下简称“新基本法”）全面实施。新基本法在广泛倾听一线队伍心声基础上，顺应公司战略及市场

要求，旨在引导队伍“职业化、专业化、精英化”发展，聚焦“绩优、优增”，引领公司营销渠道步入“发展快车道”，推动队伍建设高质量转型。

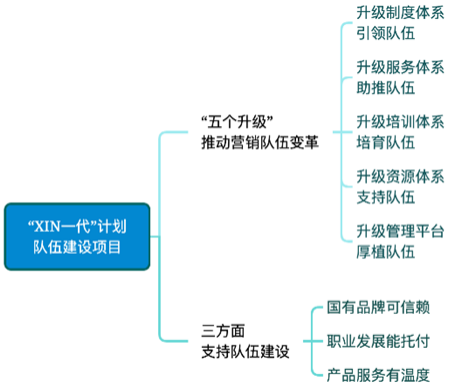
“XIN 一代”计划：2024 年 7 月 7 日，公司在北京举办“XIN 计划心服务新体验”2024 年公众宣传日，正式发布“XIN 一代”计划队伍建设项目。“XIN 一代”计划致力于打造一支素质过硬的金融人才队伍、打造一个专业优质的职业发展平台，打造一套长期高效的销售管理体系。

图14、新华新基本法主要内容



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、新华“XIN 一代”计划队伍建设项目



数据来源：金融界，兴业证券经济与金融研究院整理

公司队伍结构不断优化：2024 年，月均绩优人力同比+4%，月均绩优率同比提升 2.3pct 至 10.9%；月均万 C 人力同比+28%，万 C 人力占比 2.5%，同比提升 0.9pct；月人均综合产能同比+41%。2025H1 月均绩优人力为 1.79 万人，月均绩优率为 13.3%，同比有所提升；月均万 C 人力 0.43 万人，万 C 人力占比 3.2%，同比持平。

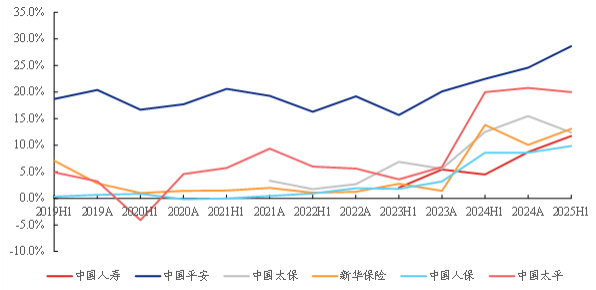
2、银保价值转型打造业务新增长极

杨玉成先生自 2023 年 12 月出任新华保险董事长以来，锚定“报行合一”政策导向，以合规经营为基石推动高质量转型。公司聚焦银保渠道核心价值，通过“一行一册”差异化布局拓宽合作版图，深耕网点经营与队伍专业化建设，推动业务向期交化、长期化转型，同时强化费用精细化管控与中后台精益管理，实现降本增效。产品端优化供给结构，重点布局分红型产品与健康保障组合，满足客户全生命周期需求。

银保将成为公司价值的新增长极：公司近年来完成了银保渠道价值转型，2025H1 银保新业务价值率较 2024H1 下降 0.7pct，但相比于 2024 年末增长 3pct，新业务价值及其占总新业务价值的比例提升 17.5pct 至 52.8%。未来，在储蓄型业务

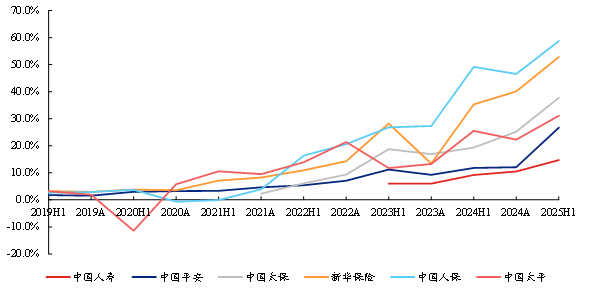
大发展时代，银保必将再次崛起，成为与代理人渠道并驾齐驱的价值贡献渠道，新华凭借银保渠道的多年积累，有望打造新的业务增长极。

图16、新华银保新业务价值率显著改善



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、新华银保新业务价值占比大幅提升

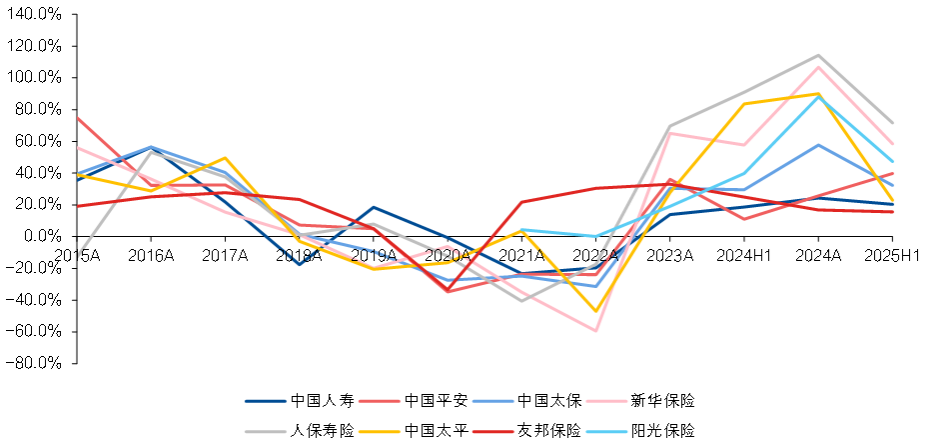


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、近两年 NBV 增速在上市同业中领先，2025 年凭借新单和价值率双提升有望延续较快增长

近年来新华保险得益于渠道端“个险+银保”双轮驱动发展模式，产品端拉长缴费期限、压降费用带来的价值率显著提升，实现了 NBV 规模快速攀升，2023、2024、2025H1 持续实现高速增长，分别同比+65.1%、+106.8%、+58.4%，在上市同业中保持领先。

图18、新华 2023-2025H1 NBV 增速领跑同业



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
说明：新华的同比增速为不可比口径，其他公司为统一可比口径，若为可比口径新华 NBV 增速将会更高

2025 年开门红期间，新华个险渠道在面临预定利率下调以及高基数压力情况下，果断实施积极的产品策略，开门红主力产品具备较强吸引力，新单保费同比+130.6%，大幅领先上市同业。

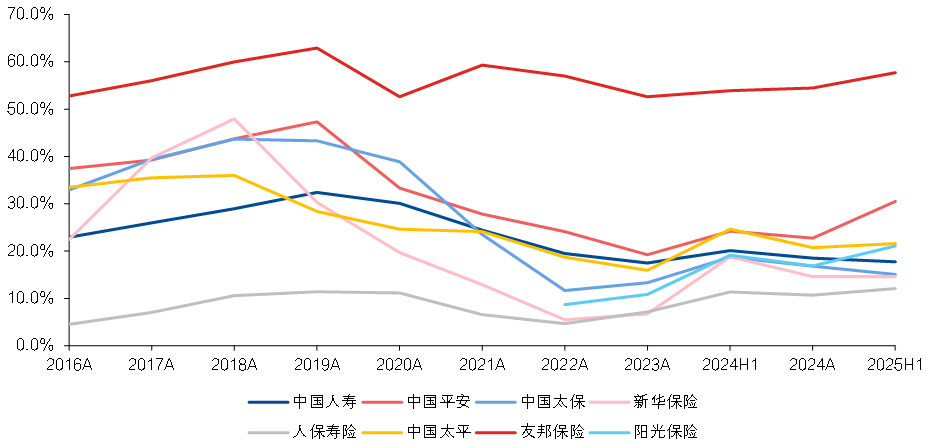
表5、新华 2025 年开门红主力产品具备较强吸引力

机构	产品名称	返本时间（现金价值超总保费年度）	第 5 年 IRR	第 10 年 IRR	第 20 年 IRR	第 30 年 IRR
国寿	臻享一生传统型增额寿（2.5%定价）	第 5 年	0.06%	1.37%	1.95%	2.14%
平安	御享金越 2025 传统型增额寿（2.5%定价）	第 5 年	0.14%	1.43%	1.99%	2.16%
	金越尊享 2025 传统型增额寿（2.5%定价）	第 7 年	<0	0.82%	1.69%	1.97%
太保	长相伴至尊 2024 传统型增额寿（2.5%定价）	第 7 年	<0	1.41%	1.96%	2.14%
	长相伴传世 2024 传统型增额寿（2.5%定价）	第 6 年	<0	1.32%	1.93%	2.13%
新华	荣耀鑫享智赢版传统型增额寿（2.5%定价）	第 4 年	0.98%	1.78%	2.15%	2.27%
	福盛世家传统型增额寿（2.5%定价）	第 4 年	0.78%	1.69%	2.11%	2.24%

资料来源：保险师 app，兴业证券经济与金融研究院整理

银保渠道将继续发力。2025H1 年银保 NBV 达 32 亿元，增速高达 137.08%；银保 NBV 占比 52.8%，较 2024 年末提升 12pct。银保作为公司战略支柱渠道，将继续坚持规模与价值并重的经营策略，在“报行合一”带来的格局优化过程中，有望实现规模和价值率的进一步提升，成为公司价值增长的有力支撑。

图19、新华 2023-2025H1 NBVM 大幅改善



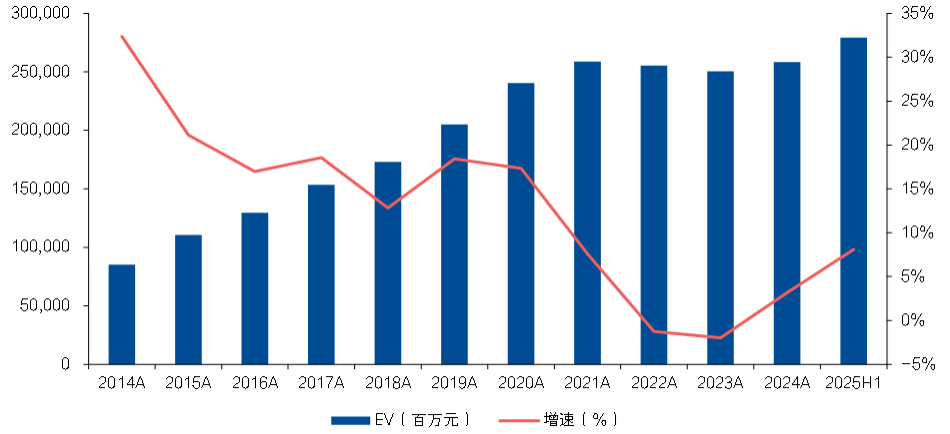
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、EV 重回高增长，ROEV 有待提升

EV 重拾增长：2014-2021 年 EV 持续增长但增速逐年放缓，主因 NBV 贡献减弱及负投资偏差拖累。 受益于显著正投资偏差及 NBV 贡献提升，2024 年新华 EV

增速强势转正，终结 2022-2023 年连续负增长态势。2025H1 新华 EV 增速继续提高，正增长态势明显。

图20、新华 2025H1 EV 保持正增



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

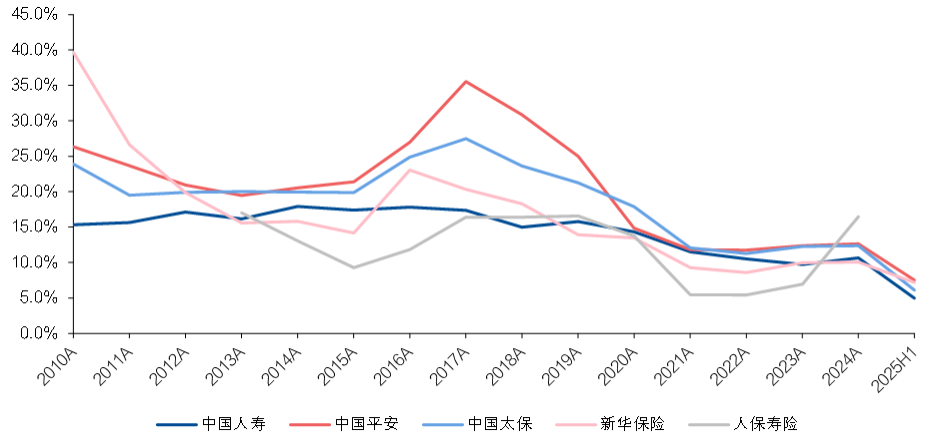
表6、新华 EV 拆分

EV 拆分	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025H1	平均
预期回报	10.1%	10.7%	9.7%	9.2%	9.2%	8.8%	8.0%	7.7%	7.6%	6.6%	3.0%	9.0%
NBV	7.8%	10.1%	9.3%	8.0%	5.6%	4.5%	2.5%	0.9%	1.2%	2.5%	2.4%	7.2%
营运偏差	-2.4%	1.9%	2.4%	2.0%	0.9%	1.9%	0.0%	1.1%	1.1%	1.9%	1.8%	0.5%
投资偏差	9.2%	-4.3%	0.2%	-3.8%	4.8%	4.3%	-0.6%	-6.9%	-5.6%	8.1%	3.2%	-1.0%
股息/注资	-0.8%	-0.8%	-1.2%	-1.1%	-1.4%	-2.1%	-1.8%	-1.7%	-1.3%	-1.7%	-2.4%	4.4%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

ROEV 有所复苏但与其他头部险企仍有差距：新华 ROEV 自 2021 年触底后持续反弹，2024 年达 10.1%，复苏趋势确立。然较 2014-2024 年均值(14.1%)与部分头部同业仍有差距。

图21、新华 ROEV 有待改善



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）产品及服务：覆盖全生命周期需求，医康养体系基本成型

分层产品设计：年轻客群——主打健康险（如重疾险、医疗险）及定期寿险，满足基础保障需求（2024 年推出“安利宝”少儿重疾险）。中年客群——侧重储蓄型产品（增额终身寿险、年金险）和财富管理（分红险、万能险），兼顾养老储备。老年客群——聚焦养老年金、护理保险，并整合“医康养”服务（如养老社区入住权、居家养老服务）。

表7、新华保费收入前 5 位产品（2020-2024 年）

排名 \ 年份	2020	2021	2022	2023	2024
1	稳得盈两全保险（分红型）	稳得盈两全保险（分红型）	稳得福两全保险（分红型）	稳利宝两全保险	荣尊世家终身寿险
2	惠添富年金保险	惠金生年金保险	惠金享年金保险	荣尊世家终身寿险	荣欣世家终身寿险
3	福享一生终身年金保险（分红型）	荣华世家终身寿险	荣华世家终身寿险	惠添富年金保险	荣耀鑫享庆典版终身寿险
4	健康无忧 C 款重大疾病保险	稳得福两全保险（分红型）	荣尊世家终身寿险	鑫荣耀终身寿险	鑫荣耀终身寿险
5	多倍保障重大疾病保险	康健华尊医疗保险（费率可调）	荣耀终身寿险	荣华世家终身寿险	荣华世家终身寿险

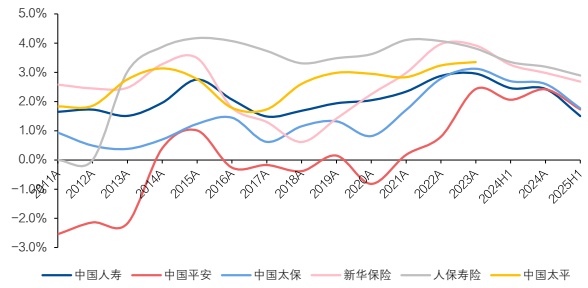
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

“保险+服务”生态融合：完善“产品+服务”链条（如居家养老“新华安”、高端医疗“新华尊”），探索跨周期产品组合（如“储蓄险+养老社区”、“重疾险+健康管理”），依托“尊安瑞悦”十大服务体系，将保险产品与健康管理、养老护理、医疗资源对接（如新华康复医院、旅居养老项目）。

动态响应需求变化：根据利率环境调整产品策略：低利率下加大分红险、万能险等浮动收益产品占比，降低刚性负债成本。结合政策导向，积极布局个人养老金产品，开发税延养老险。

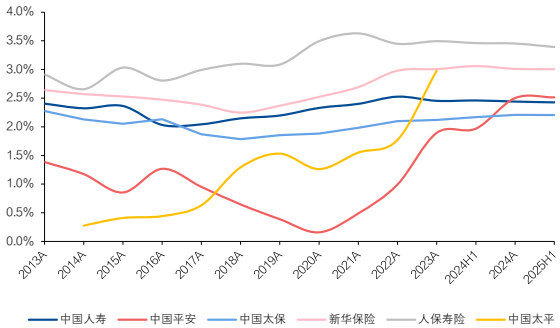
新增业务成本及存量业务成本较高，利差损风险较大。2025H1 新华 NBV 打平收益率为 2.68%，VIF 打平收益率为 3.00%，与其他上市险企相比处于较高水平。

图22、新华新增业务成本正快速优化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
备注：平安 2020 年开始口径变化，为投资收益率和风险贴现率同时变动对 NBV 影响，故 2020-2022 年测算值偏小；23 年开始又单独披露

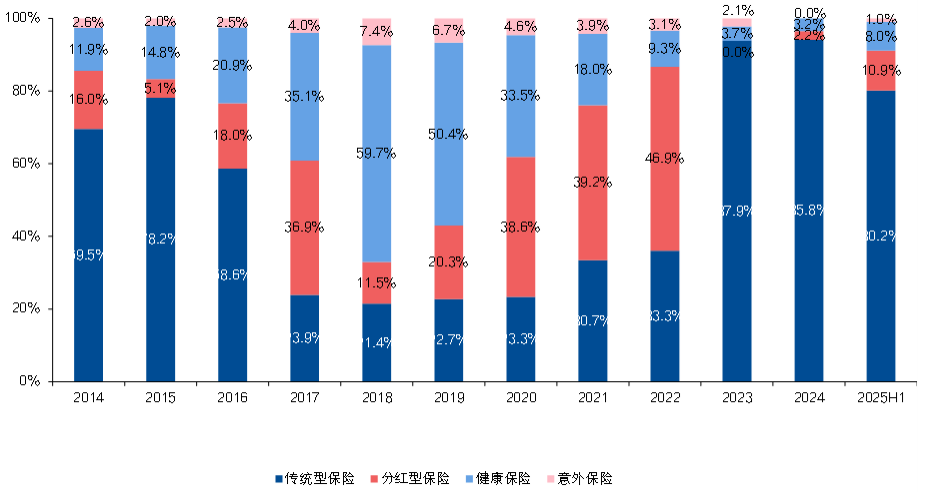
图23、新华存量业务成本正在优化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理备注：平安 2020 年开始口径变化，为投资收益率和风险贴现率同时变动对 NBV 影响，故 2020-2022 年测算值偏小；23 年开始又单独披露

从单一到多元，压降利差损：传统险占比压降：2022-2023 年增额终身寿险占新单保费 70-80%，2024 年起逐步降低至 60%以下。战略提升分红险占比，2025 年目标分红险占新单保费 30%以上。

图24、新华新单结构（首年保费口径）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

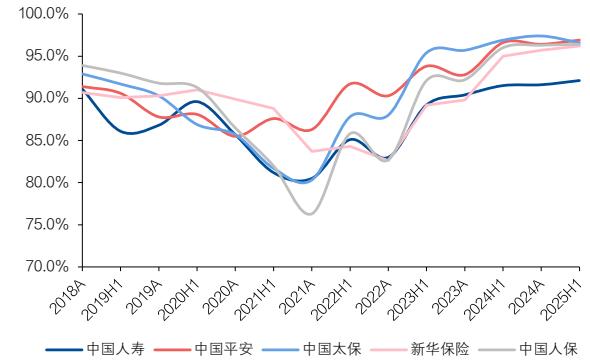
公司在医康养领域取得突破，布局机构养老、旅居养老、居家养老及健康医疗服务，赋能保险主业。近年来，新华在医康养领域取得了全面的进展，实现了多年来未能完成的一些战略目标，尤其是在养老、健康和医疗方面，实现显著的突破，不仅推出了多个品牌，而且在推进医康养生态建设方面，取得积极的成果。

机构养老方面：根据 2024 年年报披露，新华已在在全国范围内部署了 16 个城市落地 21 家优质康养社区，通过推出具有高品质标准的机构养老项目，进一步满足了客户对于养老服务的需求，尤其是那些注重品质和医养结合的客户群体。

居家养老方面：推出了新华安品牌，专注于为老年客户提供健康管理、安全监测、适老改造等服务。

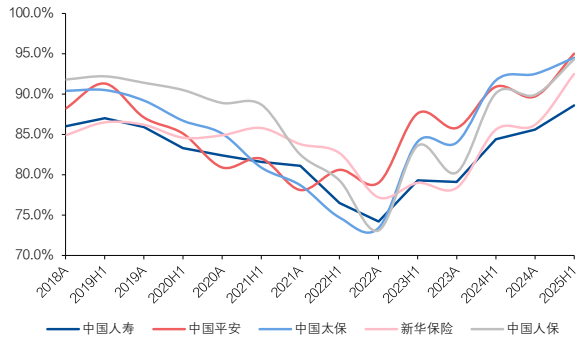
健康医疗领域：根据客户的不同星级，新华提供不同的健康管理、财税商法与商旅贵宾服务，满足不同客户群体的个性化需求。通过“新华瑞”和“新华尊”服务体系将权益服务惠及至更广泛的客户群体，进一步提高了新华保险的品牌知名度，也增加了新华保险的客户粘性。2025H1，新华保险个人寿险业务 13 个月继续率为 96.2% ，同比提升 1.2 个百分点；25 个月继续率为 92.5% ，同比提升 6.9 个百分点。

图25、新华 13 个月保费继续率持续改善



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、新华 25 个月保费继续率持续改善



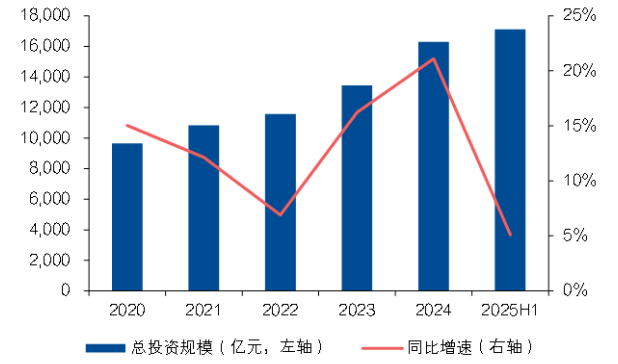
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）投资端：总投资资产规模稳步提升，二级权益配置比例相对较高

得益于保费规模的稳定增长，新华保险资金总投资资产规模持续攀升，从 2020 年的 9657 亿元提升至 2024 年的 1.63 万亿元，年均复合增速高达 14%。2025H1，新华保险总投资资产规模为 1.71 万亿元，较年初增长 5.1%。

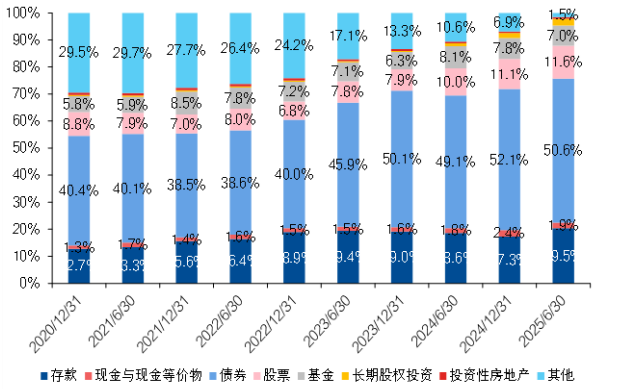
从配置结构看，新华近年来持续加大债券以及股票配置比例，分别从 2020 年的 42.7%、7.9%提升至 2025H1 的 50.6%、11.6%。

图27、2020-2025H1 新华总投资资产规模及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、2020-2025H1 新华投资资产结构

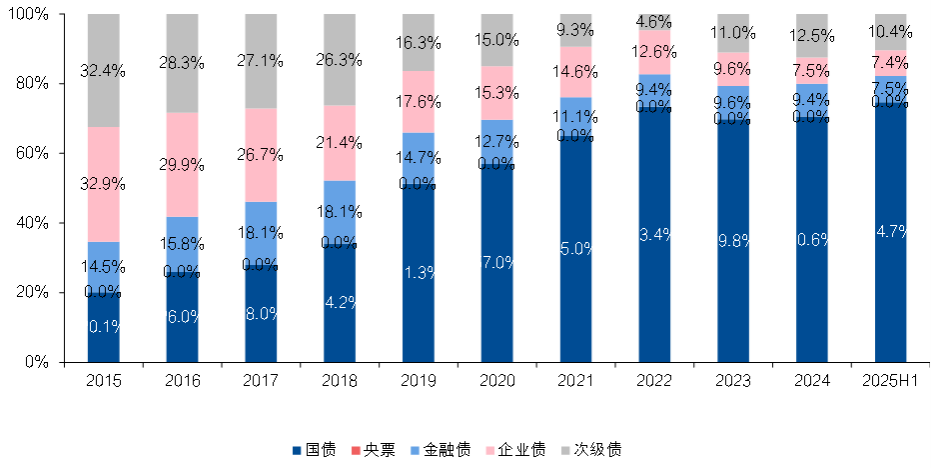


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1、债券结构优化，权益增配明显

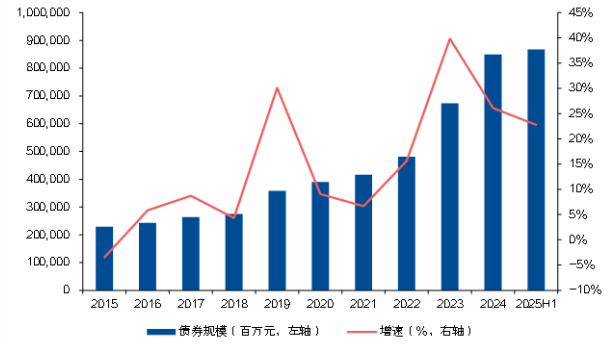
在债券配置方面，新华近年来持续加大债券配置，同时不断优化配置结构。2025H1 年新华债券规模为 8673 亿元，同比增速超过 22%，占总投资资产比例为 50.6%。按资产类别分类，2025H1 年新华债券结构中国债及政府债、金融债、企业债、次级债的比例为 74.7%、7.5%、7.4%、10.4%，国债及政府债占比较年初提升 4.1%。债券规模增速较高，国债及政府债占比提升，主要为拉长资产久期，压降久期缺口，降低利率变动对净资产的影响。

图29、新华债券结构变化（2015-2025H1）



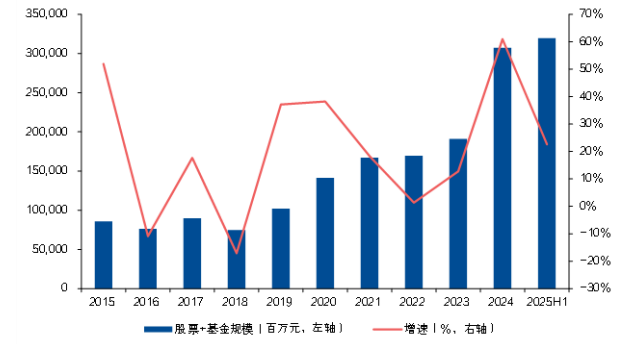
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、新华债券规模变化（2015-2025H1）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、新华股票+基金规模变化（2015-2025H1）



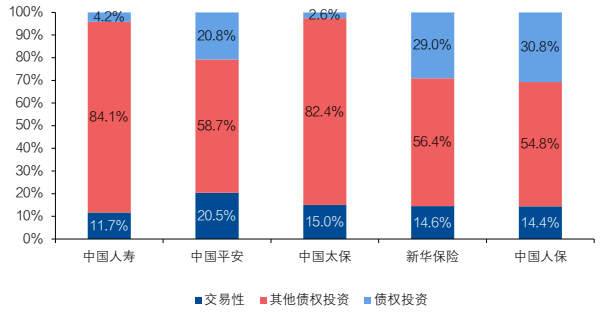
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

按会计分类，新华固收类资产中交易性、其他债权投资、债权投资 2025H1 年占比分别为 14.6%、56.4%、29.0%，债权投资与其他上市险企相比略高，其他债权投资与其他上市险企相比较低。

在权益配置方面，新华近年持续增加权益资产配置。2025H1 新华权益资产规模为 4374 亿元，同比增长 22.9%，占总投资资产比例为 25.5%，较上年末提升 0.6%。2025H1 年新华股票+基金规模为 3193 亿元，同比增速达 22.6%，较年初增长 4.0%，占总投资资产比例为 18.7%，2024 年末占比为 18.8%。新华权益类资产中 FVTPL、FVOCI-股票、FVOCI-其他、长期股权投资 2025H1 年占比分别为 80.4%、9.3%、0%、10.3%。新华股票和基金占总投资资产比例高，同时 FVTPL 权益类资产与其他上市险企相比较高，决定了公司投资业绩对权益市场的超高弹性，适逢 2024 年下半年股票市场走牛，公司管理层顺应长期资金入市的要求，主动加仓并通过精准择时择券，获取超额投资收益，投资业绩十分亮眼。FVOCI 类资产、长期股权投资与其他上市险企相比较低，未来预期将继续加大 OCI 高股息策略，提升 OCI 股票占比。

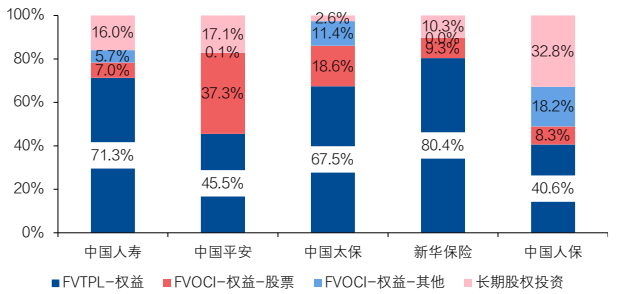
公司权益投资贯彻多元化策略，近年来把握市场机遇选择优质标的，加大举牌力度，新华保险在 2024-2025 年举牌多家上市公司，分别为国海股份、上海医药（A+H）、海通证券、杭州银行、北京控股。预计这些标的可能计入 FVOCI 做高股息策略，也有可能作为长股投采用权益法核算，以期实现会计上稳定投资收益的作用。

图32、新华 2025H1 固收类资产结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、新华 2025H1 权益类资产结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、权益弹性驱动投资收益

新华 2025H1 年化净投资收益率为 3.0%，总投资收益率为 5.9%，综合投资收益率为 6.3%。2025H1 年新华净投资收益率承压，主要受利率下行拖累，前期配置的高息债逐步到期，新配置的低息债逐步进入投资组合。净投资收益率 5 年平均、10 年平均新华处于中位水平。2025H1 新华总投资收益率处于行业领先水平，反映其权益配置较高的弹性优势与短期择时能力较强。

表8、新华净投资收益率、总投资收益率、综合投资收益率

险企	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	5 年平均	10 年平均
中国人寿	4.38%	4.15%	4.00%	3.78%	3.77%	3.03%	3.47%	2.78%	3.99%	4.30%
中国平安	4.60%	3.90%	4.70%	3.50%	4.20%	3.30%	3.80%	1.80%	4.48%	5.04%
中国太保	4.50%	3.90%	4.30%	4.00%	4.00%	3.60%	3.80%	1.70%	4.26%	4.71%
新华保险	4.30%	4.70%	4.60%	3.40%	3.40%	3.20%	3.20%	3.00%	4.02%	4.50%
中国人保	4.80%	4.90%	5.10%	4.40%	4.50%	3.80%	3.90%	3.70%	4.66%	5.08%
中国太平	4.07%	4.05%	4.02%	3.63%	3.56%	3.47%	3.46%	3.11%	3.86%	4.18%
阳光保险	4.60%	4.20%	3.90%	3.40%	4.20%	3.80%	4.20%	3.80%	4.42%	2.21%
险企	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	5 年平均	10 年平均
中国人寿	4.98%	4.21%	3.94%	3.41%	2.68%	3.59%	5.50%	3.29%	4.48%	4.69%
中国平安	4.00%	3.10%	2.50%	3.40%	3.00%	3.50%	未披露	1.89%	4.52%	5.05%
中国太保	5.70%	3.90%	4.20%	4.00%	2.60%	5.40%	5.60%	2.30%	4.80%	5.19%
新华保险	5.90%	4.20%	4.30%	3.70%	1.80%	4.80%	5.80%	5.90%	4.66%	5.06%
中国人保	5.80%	5.50%	4.60%	4.90%	3.30%	4.10%	5.60%	5.10%	5.02%	5.45%
中国太平	5.39%	3.35%	3.31%	3.89%	2.66%	5.27%	4.57%	2.68%	4.27%	4.75%
阳光保险	5.40%	4.10%	4.90%	3.50%	3.40%	3.60%	4.30%	4.00%	4.90%	2.45%
险企	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1	2024A	2025H1	5 年平均	10 年平均
中国人寿	4.87%	-	1.92%	4.23%	3.23%	-	-	-	-	-
中国平安	3.39%	-	2.34%	4.10%	3.60%	4.20%	5.80%	3.10%	3.88%	4.70%
中国太保	4.83%	-	2.11%	4.20%	2.70%	6.00%	6.00%	2.40%	4.45%	4.98%
新华保险	4.81%	-	1.83%	4.70%	2.58%	6.50%	8.50%	6.30%	4.99%	5.48%
中国人保	5.57%	-	1.95%	-	3.96%	-	-	-	-	-
中国太平	-	-	2.35%	5.92%	5.01%	11.16%	10.32%	1.86%	-	-

阳光保险	-	-	2.80%	4.90%	3.30%	7.20%	6.50%	5.10%	-	-

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

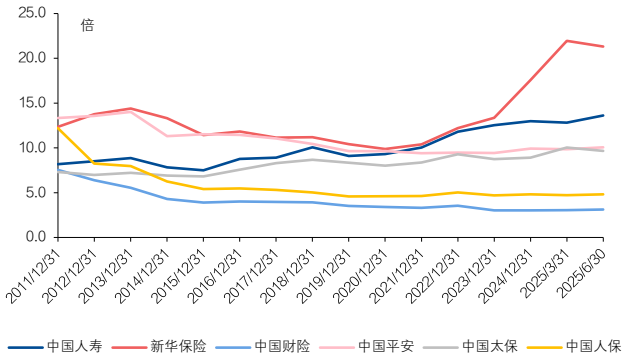
（四）纯寿险公司经营杠杆高+权益配比高，投资和利润弹性大

作为纯寿险公司，新华拥有较高的经营杠杆。2025H1 公司净资产 834 亿，总资产 1.78 万亿，经营杠杆高达 21.3 倍，高于国寿的 13.6 倍、平安的 10.1 倍、太保的 9.7 倍以及人保的 4.8 倍。

公司二级市场权益配置比例较高。2025H1 年末股票+基金占投资资产比重高达 18.7%，明显高于同业 12%左右的占比。同时加强高股息策略，OCI 高股息股票规模从 2024 年末 306 亿提升至 2025H1 的 374.66 亿，占总股票比重提升至 18.8%。

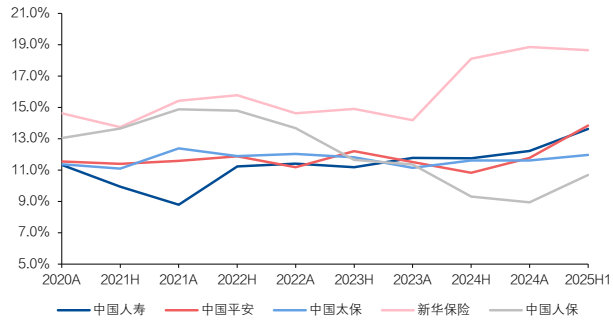
较高的经营杠杆使得投资业绩对公司净利润影响较大，尤其在权益市场回暖阶段，公司净利润爆发力较强。2024 年，得益于股债双牛，新华保险的总投资收益同比+251.6%，总、综合投资收益率分别同比+4、+5.9pct 至 5.8%、8.5%，带动归母净利润同比+201%至 262 亿元。2025H1，A 股市场整体疲弱，但新华凭借较高的港股持仓，获得较好投资收益，总投资收益率同比+1.1pct 至 5.9%，带动归母净利润同比+33.5%至 148 亿元。

图34、新华拥有上市同业中最高的经营杠杆



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、新华股票+基金占总投资资产比重明显高于其他上市同业



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

新华拥有业绩高弹性的同时也面临净资产波动较大的压力。2025H1 年新华归母净资产为 834.07 亿元，较年初下降 13.3%，核心原因为资产负债久期缺口较大，公司投资组合中存款占比较高，加之债券分类中 AC 类资产占比较高，共同导致新华以公允价值计量的资产占比较低，在利率下降过程中，资产和负债的对冲效应不足，导致净资产持续承压。2024 年新华归母净利润为 262.3 亿元，同比增长

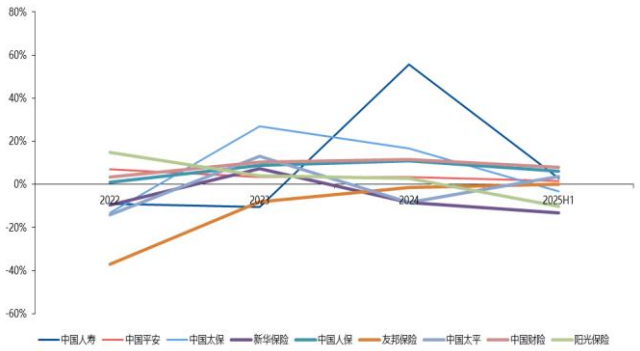
201.1%。2025H1 净利润新华归母净利润为 148.0 亿元，同比增长 33.5%，增速领跑上市险企。主要因权益配置的高弹性，充分在资本市场价值回归阶段收益，归母净利润的增长验证了其整体纯寿险杠杆效应放大业绩弹性的优势。

图36、2022-2025H1 新华归母净资产



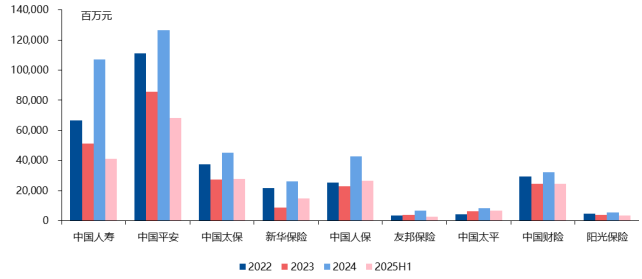
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、2022-2025H1 新华归母净资产同比增速（2025H1 为较年初增速）



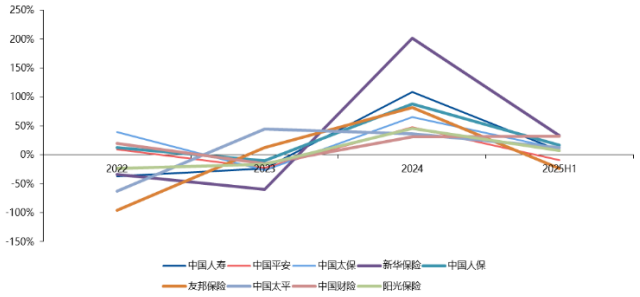
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、2022-2025H1 新华归母利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、2022-2025H1 新华归母净利润同比增速



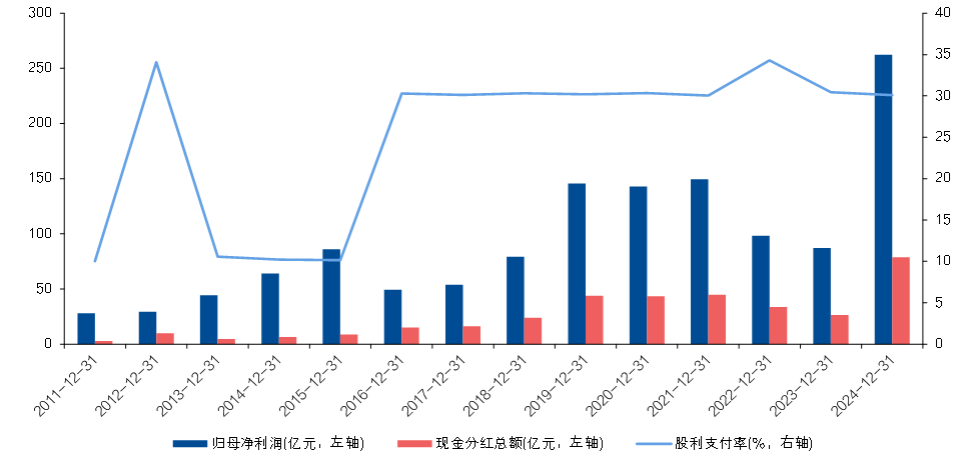
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（五）分红比率稳定，股息率有望保持较高水平

上市以来公司每年坚持现金分红，累计现金分红 359 亿元，平均分红率 26.07%。

作为国有大型保险公司，公司落实国有资本收益上缴公共财政比例不低于 30%的要求，2016 年以来现金分红比例均稳定在 30%以上，预计未来分红比例也将保持稳定。另外，顺应监管增加分红频次导向，提升投资者获得感，新华于 2024 年开始增加中期分红，预计后续将会延续。

图40、公司上市以来现金分红比例



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年，得益于股票大幅上涨及新会计准则切换，公司实现了历史上最高的归母净利润规模；为回馈股东，公司并未像部分上市同业按照更低的旧准则净利润分红，而是坚持按照更高的新准则净利润分红，因此公司在 2024 年实现了上市以来最高的分红规模。

表9、新华历年每股股利及股息率

年度	每股股利(元)	A 股股息率(%)	H 股股息率(%)
2024-12-31	2.53	5.09	11.59
2023-12-31	0.85	2.73	6.12
2022-12-31	1.08	3.59	6.17
2021-12-31	1.44	3.70	8.09
2020-12-31	1.39	2.40	5.52
2019-12-31	1.41	2.87	4.60
2018-12-31	0.77	1.82	2.82
2017-12-31	0.52	0.74	1.18
2016-12-31	0.48	1.10	1.54
2015-12-31	0.28	0.54	1.02
2014-12-31	0.21	0.42	0.68
2013-12-31	0.15	0.66	0.73
2012-12-31	0.32	1.11	1.33
2011-12-31	0.09	0.32	0.43

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

三、估值预测

（一）估值复盘：强 β 属性明显，2024 年以来股价震荡上涨

复盘新华上市以来股价表现，共有 5 轮明显触底反弹：

2014-2015：投资端积极的货币政策带来大牛市，负债端储蓄型业务需求旺盛，代理人资格考试取消，行业进入人海战术时代，新单和 NBV 高速增长。

2017-2018：权益市场回暖、利率快速上行，负债端储蓄型业务和保障型的重疾险热销，新单、NBV 实现高速增长。

2019：流动性逐渐放松，投资端权益市场表现强势，负债端行业迎来严监管，代理人渠道发展进入瓶颈期，人海战术走向穷途末路，行业经历转型阵痛期。

2020：经历新冠病毒侵袭后经济复苏，投资端股市、利率回暖，负债端延续疲弱态势。

2024：稳增长政策加码，投资端权益市场大幅反弹，负债端炒停售刺激下储蓄险热销，行业新单和价值重回高增长。

图41、新华股价复盘



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）投资观点：看好短期业绩弹性以及长期价值成长性，建议配置

近期保险板块估值修复，主要得益于股票市场上涨带来的权益投资明显改善，预期 2025 年保险三季报核心财务指标全面超预期。中长期，本轮利差破局演绎的价值重估逻辑主线仍在，一端是长端利率触底叠加 OCI 权益增配带来的投资“增效”，另一端是预定利率下调和报行合一驱动的负债“降本”，两端共振带来的利差修复处于进行时而非完成时。

看好新华短期业绩弹性以及长期价值成长性，建议配置。短期来看，公司在权益牛市下业绩弹性较高。随着权益市场步入慢牛行情，公司权益类资产持仓配置与市场节奏适配性提升，新华作为高杠杆高业绩弹性标的预计将释放亮眼业绩，根据公司发布的 2025 年前三季度业绩预增公告，预计前三季度归母净利润为 299.9

亿元至 341.2 亿元人民币，同比增长 45%至 65%。中长期来看，新管理层上任后启动全方位战略革新，经营活力全面焕发。负债端优化产品与渠道结构，推动 NBV 重回稳健高增长；投资端完善大类资产配置框架，提升久期匹配度与选股择时能力，盈利能力显著增强。二者有望共同驱动 EV 持续高增长，内生增长动能强劲。此外，公司近年来愈发重视股东回报，分红率相对稳定、股息率较优，具备长期投资价值，建议增持。

截至 10 月 22 日收盘价，新华保险 PEV（动态）：A 股为 0.75 倍，位于 2018 年以来 75%分位数左右；H 股为 0.50 倍，位于 2018 年以来 84%分位数左右。

表10、上市险企估值及分位数（截至 2025 年 10 月 22 日）

公司（截至 1022）	当前股价（人民币）	当前股息率	当前 PEV（倍）	分位数	历史最高（倍）	历史最低（倍）
中国人寿 A	43.9	1.48%	**0.82**	**66%**	1.35	0.52
中国平安 A	58.2	4.38%	**0.69**	**49%**	1.44	0.46
中国太保 A	37.2	2.90%	**0.59**	**54%**	1.16	0.33
新华保险 A	68.7	3.68%	**0.75**	**75%**	1.28	0.29
中国人保 A	8.7	2.08%	**1.01**	**67%**	2.51	0.55
中国人寿 H	22.2	2.92%	**0.42**	**69%**	0.78	0.15
中国平安 H	50.7	5.03%	**0.60**	**41%**	1.44	0.35
中国太保 H	29.4	3.67%	**0.47**	**64%**	0.92	0.20
新华保险 H	45.8	5.52%	**0.50**	**84%**	0.84	0.14
中国人保 H	6.6	2.72%	**0.77**	**96%**	0.91	0.25

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）盈利预测

表11、新华保险盈利预测

合并利润表（单位：亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	合并资产负债表（单位：亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
一、营业收入	1,326	1,332	1,416	1,536	资产				
保险服务收入	478	487	520	560	货币资金	385	239	402	568
利息收入	319	315	295	293	衍生金融资产	0	0	0	0
投资收益	163	313	363	394	买入返售金融资产	54	60	68	77
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	5	7	12	14	其他应收款	88	98	110	125
公允价值变动收益	354	206	228	278	定期存款	2,825	3,541	3,958	4,489

其他业务收入	10	10	11	11
二、营业支出	-1,043	-955	-1,026	-1,098
保险服务费用	-316	-335	-358	-385
分出保费的分摊	-19	-20	-22	-23
减：摊回保险服务费用	16	17	18	19
承保财物损失	-612	-505	-544	-575
减：分出再保险财务收益	3	3	3	3
税金及附加	-1	-1	-1	-1
业务及管理费	-31	-31	-33	-36
信用减值损失	-34	-38	-43	-48
三、营业利润	282	377	390	438
加：营业外收入	0	0	1	1
减：营业外支出	-1	-1	-1	-1
四、利润总额	281	377	390	437
减：所得税费用	-19	-33	-34	-38
五、净利润	262	344	356	399
持续经营净利润	262	344	356	399
归属于母公司股东的净利润	262	344	356	399
少数股东权益	0	0	0	0

关键指标（单位：亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,326	1,332	1,416	1,536
YOY	85.3%	0.5%	6.3%	8.5%
归属于母公司股东的净利润	262	344	356	399
YOY	201.1%	31.2%	3.3%	12.3%
集团内含价值	2,584	2,960	3,318	3,759
YOY	3.2%	14.5%	12.1%	13.3%
新业务价值	63	88	99	116
YOY	106.8%	40.5%	12.6%	17.1%
EPS（元）	8.41	11.03	11.40	12.80
BPS（元）	30.85	35.98	47.29	60.80
EVPS（元）	82.85	94.87	106.36	120.49
PE（倍）	8.17	6.23	6.03	5.37
PB（倍）	2.23	1.91	1.45	1.13
PEV（倍）	0.83	0.72	0.65	0.57

金融投资:				
交易性金融资产	4,859	5,012	5,400	5,893
债权投资	2,749	2,600	2,499	2,373
其他债权投资	4,704	5,587	6,653	8,007
其他权益工具投资	306	489	750	1,082
分出再保险合同资产	108	108	108	108
长期股权投资	302	443	495	562
存出资本保证金	18	19	21	24
投资性房地产	91	89	94	98
固定资产	157	154	154	154
在建工程	23	26	26	26
使用权资产	8	8	9	10
无形资产	41	41	46	52
递延所得税资产	197	218	245	278
其他资产	8	9	10	11
资产合计	16,923	18,742	21,047	23,939
负债及股东权益				
交易性金融负债	85	98	108	119
卖出回购金融资产款	1,716	1,973	2,171	2,388
预收保费	3	4	4	4
应付手续费及佣金	18	18	19	21
应付职工薪酬	53	55	56	58
应交税费	2	4	4	4
其他应付款	92	106	117	128
保险合同负债	13,661	14,947	16,576	18,675
应付债券	304	380	475	593
租赁负债	7	9	11	14
递延收益	5	6	7	9
递延所得税负债	2	3	3	4
其他负债	12	16	20	25
负债合计	15,960	17,619	19,571	22,042
归属于母公司股东权益合计	962	1,123	1,475	1,897
少数股东权益	0	0	0	1
股东权益合计	963	1,123	1,476	1,897

数据来源：wind，截至 2025 年 10 月 22 日收盘价，兴业证券经济与金融研究院整理

四、风险提示

权益市场大幅回撤风险：若权益市场大幅回撤，将直接导致股票、基金等二级市场权益类资产公允价值变动损益大幅下降，拖累当期净利润表现。

长端利率大幅下行风险：若长端利率大幅下行，保险公司投资收益率中枢将下移，保险合同负债同时因折现率下降大幅增提，导致中长期盈利能力下降。

新单销售显著不及预期风险：若险企新单保费持续承压，大幅低于预期，将导致新业务价值增长承压，同时影响保险公司现金流。

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn