

## 新华保险 (601336.SH)

公司报告 | 首次评级报告

2026年6月23日

## 基本信息

所属行业	公用事业及金融
当前股价	63.31
总市值	1974.98 亿
PE-TTM	5.35
PB-MRQ	1.60

## 估值结果

价值	2461 亿
动态估值 上行空间	25%
状态	合理估值

## 四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

## 核心评级结论

新华保险是国内主营人身险的大型寿险公司，人身险市场份额居于市场前列。

公司成长空间星级较低，受国内人口总量递减、居民可支配收入增速放缓等宏观因素制约，行业保费扩容空间受限。盈利趋势星级较低，寿险盈利核心依托保费资金投资收益，当前低利率环境下，投资端收益承压，整体盈利增长受限。产业格局星级中等，市场集中度偏高，行业竞争秩序相对平稳，但产品同质化问题较为突出。护城河星级中等，公司拥有个险、银保两大核心销售渠道，渠道规模处于行业中游，相较头部标杆企业仍存在一定差距。

基于公司未来人身险保费低速稳健增长等假设条件下，公司目前的估值处于合理状态。

## 我们区别于市场的观点

当前市场主要因寿险行业增速放缓以及公司权益投资业绩无法保持高增速而对其成长性抱有担忧，导致股价表现疲软。然而，根据内含价值评估法，当前公司处于合理状态。内含价值法通过风险贴现率将现有保单未来产生的股东现金流折现，并结合调整后净资产和各假设调整项目反映寿险公司的长期经济价值而非短期利润波动。基于此框架，我们测算新华保险2026年末内含价值为2461亿元，从中长周期的角度，公司未来有望实现估值修复。

## 风险提示

- 长端利率趋势性下行。若宏观经济下行趋势加剧，利率加速下行，或加剧公司固收业务投资压力。
- 新单保费增长不达预期。若人均可支配收入增速加速下滑，或导致新增保费增长不及预期。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 人力资源密集度	4
3.2 人力资源高端度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 估值确定性	9

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	4
图2：预测2026年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	6
表1：护城河详解表 .....	8
表2：公司整体业绩预测 .....	9

## 1. 基本信息

新华保险全称新华人寿保险股份有限公司，成立于1996年9月，总部位于北京，是国内大型全国性寿险企业。2011年，公司在香港联交所与上海证券交易所同步上市，为国内首家A+H股同步上市的保险企业。公司主营个人人寿保险、团体人寿保险、健康保险、意外伤害保险等人身险业务，同时依托旗下资管、养老等子公司，拓展资产管理与养老健康相关服务。

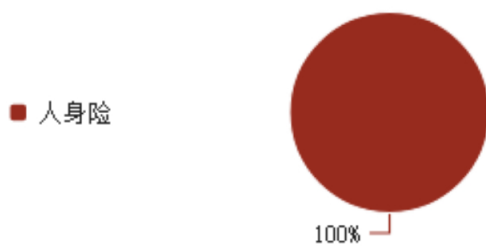
## 2. 业务介绍

对于新华保险公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

人身险：

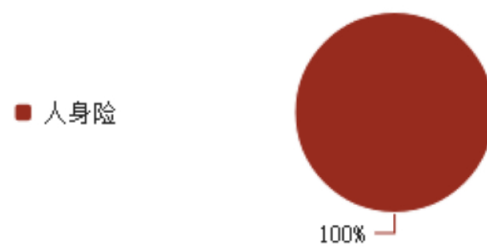
公司通过代理人渠道、银保渠道、团险渠道向个人及企业销售人身险产品，如寿险、健康险、意外险等等。我们对此业务的范围主要界定在中国境内市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

公司在全国布局网点，通过代理人渠道、银保渠道、团险渠道触及企业客户和个人客户，通过人身险等保险产品收取保费收入，保费收入扣除成本支出与赔付支出后为公司贡献承保利润，同时公司利用沉淀的保费投资债券、权益等金融资产，获取投资收益。

### 3.1 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司人力资源密集度较低。公司的展业渠道分为个人渠道、银保渠道、团体渠道，其中个人渠道对员工数量的依赖较大，但当前公司的资源主要集中在银保渠道，降低了公司对整体的展业员工需求。2022年-2025年，公司的银保渠道保费收入占比从27%提升至37%。

### 3.2 人力资源高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司人力资源高端度较高。保险销售正从单一的保险销售向全面的财富管理业务转型，对从业人员教育经历、复合知识背景要求高。2025年末，公司具备本科学历及以上员工数量占全体公司员工比例82.0%。

### 3.3 客户集中度

**低** 较低 中等 较高 高

公司客户多为个人，客户集中度低，2025年末公司前五大客户保费收入仅0.47%。

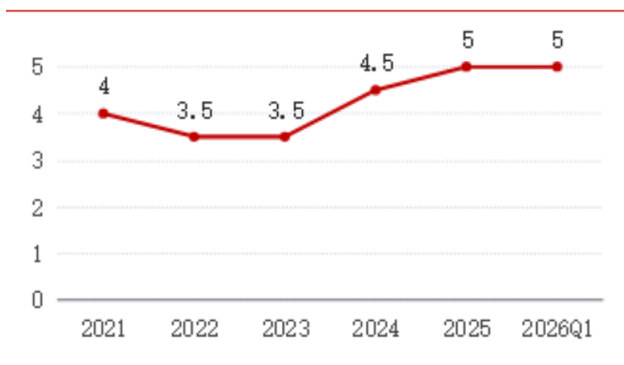
## 4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力、业务控制力优秀，历史成长能力和股东回报能力也较强。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



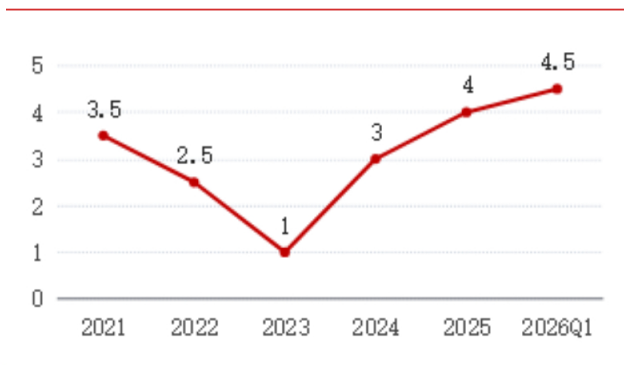
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力持续提升。公司盈利能力稳步提升，由保险主业与投资业务共同驱动。主业深耕人身险领域，渠道、品牌优势稳固，市场份额平稳，核心经营指标波动小，盈利基本盘扎实。同时行业经营环境向好，进一步托底主业收益。投资端受益于宏观经济与资本市场回暖，依托专业投管能力优化资产配置，投资收益显著增长，成为业绩重要增量。

### 4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



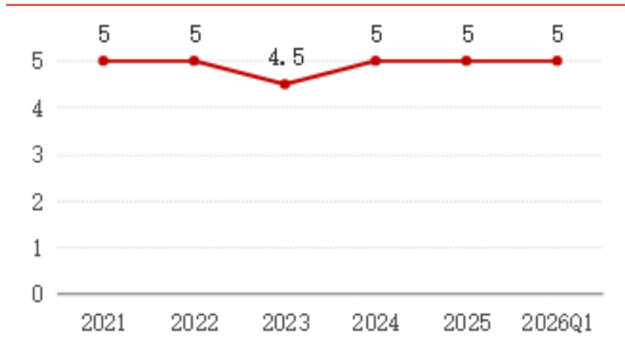
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体成长能力实现快速提升。核心驱动力来源于投资业务的业绩增量，相较于相对稳健的保险主业，公司投资业务具备较强的市场弹性，业绩表现与资本市场走势高度联动。近年来国内权益市场整体迎来回暖态势，市场行情持续向好，为保险机构资产投资创造了良好的外部环境。公司紧抓市场发展机遇，科学调整投资结构，实现公司投资收益大幅增长，有效撬动整体经营业绩提升。

### 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



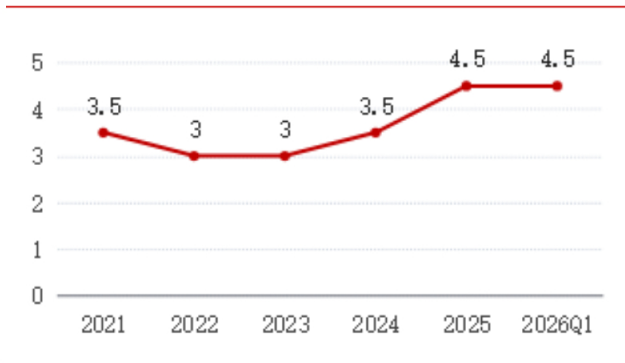
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务管控能力表现突出。公司服务终端面向个人客户，账款回款质量优异，基本不存在款项拖欠问题。经营现金流净额与归母净利润的比值位居 A 股行业上游，资金运转健康稳健。

### 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司重视股东价值回馈，随着投资行情回暖，净资产收益率稳步回升，分红比例维持稳定，股东回报评级处于高位。

## 5. 四维评级

公司成长空间星级较低，受国内人口总量递减、居民可支配收入增速放缓等宏观因素制约，行业保费扩容空间受限；盈利趋势星级较低，寿险盈利核心依托保费资金投资收益，当前低利率环境下，投资端收益承压，整体盈利增长受限。产业格局星级中等，市场集中度偏高，行业竞争秩序相对平稳，但产品同质化问题较为突出。护城河星级中等，公司拥有个险、银保两大核心销售渠道，渠道规模处于行业中游，相较头部标杆企业仍存在一定差距。

### 5.1 成长空间

★★★☆☆

公司成长能力星级一般，主要系人身险行业处于发展增速较低阶段。

### 人身险(2.5星):

公司成长空间星级一般。从宏观环境层面来看，国内人口总量呈现稳步递减态势，人口结构变化持续对保险行业发展形成约束。同时，城乡居民人均可支配收入增长节奏逐步放缓，大众用于保险配置的闲置资金规模增长趋缓。多重外部因素共同作用下，整个保险行业保费规模进一步扩容的空间被明显压缩。行业增量市场开拓难度持续加大，市场整体趋于存量竞争格局。在此背景下，公司依托行业红利实现规模快速扩张的可能性大幅降低，业务增长缺少强劲外部驱动力，后续业绩提升、规模突破均面临较多现实阻碍，中长期成长上限受到显著制约。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级一般，主要系受低利率市场环境影响，寿险企业投资收益承压，叠加行业外部制约因素，公司盈利增长与中长期成长空间均受到明显限制。

### 人身险(2.5星):

公司盈利趋势星级一般。寿险行业盈利核心收益来源，高度依赖保费沉淀资金的市场化投资运作回报。现阶段市场长期处于低利率运行区间，各类固收类资产收益率持续走低，权益市场波动也加剧收益不确定性。多重市场环境叠加影响下，公司投资端获利空间不断收窄，资产端盈利压力持续凸显。受投资收益不及预期拖累，企业整体盈利水平难以稳步抬升，利润增长缺乏有力支撑。行业盈利基本面承压，短期内盈利规模扩张、效益稳步提升均存在明显阻力，整体盈利增长空间受到较强约束。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级中等，主要系行业同质化程度较高。

### 人身险(3星):

公司产业格局星级中等。目前保险市场头部企业占据较大市场份额，行业集中度处于偏高区间，中小机构市场拓展空间被相应挤压。整体市场竞争烈度可控，各方经营策略趋于稳健，行业整体运行秩序保持平稳，未出现恶性竞争乱象。但行业现存短板同样不容忽视，各家机构推出的寿险产品在保障责任、定价规则、服务模式上相似度较高，产品同质化现象十分显著。差异化竞争优势普遍缺失，企业难以凭借特色产品构筑核心壁垒，容易陷入同质化价格比拼，不仅压缩盈利空间，也不利于行业创新转型与高质量发展，成为格局优化进程中亟待破解的问题。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级中等，主要系公司拥有个险、银保两大核心销售渠道，渠道规模处于行业中游，相较头部标杆企业仍存在一定差距。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
人身险	(4星) 公司人身险业务护城河星级较强。公司人身险业务市场份额为行业第五，处于行业靠前的位置。同时公司的客户大多为个人客户，对业务的把控能力强，公司的业务控制力星级为5星。此外，公司经壹评级调整过的超额ROE为11%，在保险行业中属于较好水平。总体上，公司的护城河宽度星级较高。	(3星) 企业护城河可持续性星级为中等。公司自身具备一定业务资源积淀，形成基础竞争优势，但相较于头部上市险企，自身优势差距较为明显。与此同时，依托股东渠道优势的银行系中小险企借助银保合作纽带持续发力，市场占有率稳步攀升。行业竞争不断加剧，外部同业分流冲击加剧，使得公司原有超额ROE衰减速度较快。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

结合行业环境与多项经营假设来看，受居民收入及人口因素影响，公司人身险保费将呈现低速稳健增长态势。未来五年各渠道新单保费保持稳步提升，同时受利率环境影响，新业务价值率、长期投资收益率与贴现率均逐步调整。综合保费、盈利及精算等各项核心假设判断，在业务平稳发展的预期下，根据壹评级的保险股内含价值估值法，公司当前整体估值处于合理区间。

### 6.1 核心假设及逻辑

人身险业务保费收入假设：

由于人均可支配收入增速下降以及总人口下降，预计中短期保费收入增速承压。其中，预计个人渠道新单保费收入未来五年复合增速为8.4%，银保渠道新单保费收入未来五年复合增速为12.1%，团险渠道新单保费收入未来五年复合增速为9.2%。

盈利能力假设：

由于长端利率持续下行，因此各渠道新业务价值率呈现下行趋势。预计未来五年个人渠道业务新业务价值率较为稳定，保持在25%左右，银保渠道业务新业务价值率稳步提升，从14%提升至15.5%。

精算参数假设：

预计未来五年保险公司长期投资收益率从5%下降至4.5%，采用的贴现率从8.5%下降至7.5%。

表2：公司整体业绩预测

新华保险	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	715.5	1325.5	1577.5	1647.1	1791.0	1700.2	1572.1	1551.9
归母净利润(亿)	87.1	262.3	362.8	366.2	396.8	379.4	355.7	353.9
归母净利润增速(%)	-11.3	201.1	38.3	0.9	8.4	-4.4	-6.3	-0.5
经营性净利润(亿)	87.1	262.3	362.8	366.2	396.8	379.4	355.7	353.9
经营性净利润增速(%)	-11.3	201.1	38.3	0.9	8.4	-4.4	-6.3	-0.5
经营性归母净利润(亿)	87.1	262.3	362.8	366.2	396.8	379.4	355.7	353.9
经营性归母净利润增速(%)	-11.3	201.1	38.3	0.9	8.4	-4.4	-6.3	-0.5

数据来源：壹评级

## 6.2 估值确定性



公司估值确定性评级为中等水平。保险主营业务营收增长态势平稳，盈利表现波动幅度较小，核心经营基本面具备稳定性。但投资业务受市场行情影响显著，业绩起伏相对偏大，对整体收益形成扰动。同时行业各类核心资料、经营数据披露规范，信息获取渠道通畅。综合主业稳定性、投资波动及信息透明度多方因素，企业整体估值确定性处于中等区间。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深入研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。