

享受渠道下沉与区域复苏红利的寿险价值标杆

——友邦保险首次覆盖报告

核心观点

- **百年传承，寿险典范。**公司起源于上海，深耕于亚太，目前已在 18 个地区市场开展业务。公司股权结构分散赋予其更强的自主权，分红水平稳定也夯实投资者信心。此外，管理团队经验丰富，通过下设区域 CEO 来实现属地化管理，多元董事的背景也利于本地化转型。同时，公司推动多元化的激励机制，确保管理层与股东利益相向而行，也使得雇员与代理人均能分享成长红利。
- **经营策略：聚焦中高端客群，代理+伙伴齐发力。**受益于亚太经济强劲增长下的中高净值客群基数扩大，人身险行业空间广阔。市场对友邦高质量的多元代理渠道、多元化的产品组合、跨地区的市场经营以及优越的公司治理形成了较强的共识，但除此之外，我们认为公司最核心的竞争力来源于其独一无二的经营策略，形成了针对中高端客群的人身险经营生态壁垒。公司从组织力出发，通过技术资本、人力资本与组织资本赋能业务端，促进产品的设计与实现，从而通过提高保费收入和综合价值率形成了瞄准中高端客户需求的高价值率产品组合。同时，其稳健型的投资策略与产品策略通过合理的利率定价和期限设计形成资产负债联动，实现稳健增长。
- **业务布局：深耕大中华，逐鹿全亚太。**中国市场 NBV 占比合计超 50%，新马泰贡献度逐步提升。受疫情影响，中国内地市场 NBV 占比 2020 年超越中国香港市场，达 31%，目前为公司 NBV 的主要贡献地区，中国市场整体占据半壁江山，合计达 52%。相较之下，东南亚市场贡献度逐步提升，新马泰三地 NBV 占比从 2018 年的 25% 提升至 2021 年的 34%，对 NBV 增速的拉动效应也日益显著，新马泰三地合计拉动 2021 年 NBV 增长 15.4%（2021 年整体增速 26%），我们预计随着疫情影响的逐步消散，其将成为公司整体 NBV 增长的有力支柱。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2022-2024 年 EVPS 分别为 6.92、7.83、8.87 美元，采用历史估值法，我们以近五年平均值作为目标 PEV 倍数，给予 2022 年 1.86x PEV 预期，按照 8 月 5 日汇率测算（港币/美元=7.85），对应目标价为 101.08 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 新单销售不及预期，利率市场大幅波动，权益市场大幅波动，政策风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净保费及收费收入(百万元)	33,328	34,444	37,444	39,844	42,577
同比增长	2.2%	3.3%	8.7%	6.4%	6.9%
投资回报(百万元)	16,707	12,748	14,803	15,980	16,914
同比增长	16.4%	-23.7%	16.1%	7.9%	5.9%
归属母公司净利润(百万元)	5,779	7,427	8,213	8,712	9,281
同比增长	-3.3%	28.5%	10.6%	6.1%	6.5%
每股收益(元)	0.48	0.62	0.69	0.73	0.78
每股 NBV(元)	0.23	0.28	0.28	0.32	0.36
每股集团 EV(元)	5.41	6.05	6.92	7.83	8.87
隐含 P/EV(倍)	1.81	1.62	1.42	1.25	1.11
市净率(倍)	1.86	1.94	1.76	1.60	1.47
净资产收益率	9.8%	12.0%	12.9%	12.5%	12.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算，币种为美元。

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声明。

投资评级 买入（首次）

股价（2022年08月08日）	77 港元
目标价格	101.08 港元
52 周最高价/最低价	96.85/69.19 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,196,603/1,196,603
H 股市值（百万港币）	921,384
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022 年 08 月 09 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.26	-9.57	5.5	-14.89
相对表现	0.34	-1.84	5.28	8.54
恒生指数	-0.6	-7.73	0.22	-23.43



证券分析师

陶圣禹	021-63325888*1818 taoshengyu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070002 香港证监会牌照：BQK280
唐子佩	021-63325888*6083 tangzipei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514060001 香港证监会牌照：BPU409

目录

1. 百年传承，寿险典范	5
1.1 起源于上海，深耕于亚太	5
1.2 股权结构分散提升自主权，分红稳定夯实投资信心	6
1.3 管理团队经验丰富，多元董事背景利于本地化转型	7
1.4 多元化激励机制，长期奖励持久注入活力	9
2. 经营策略：聚焦中高端客群，代理+伙伴齐发力	10
2.1 客群策略：受益于亚太经济强劲增长下的中高净值客群基数扩大	10
2.2 渠道策略：代理+伙伴齐发力，深度+广度拓格局	11
2.2.1 代理渠道：推行“最优秀代理”，MDRT 行业领先	12
2.2.2 伙伴分销：建立深度独家合作，实现广覆盖客群触达	14
2.3 产品策略：“经验+资源”助力实现优异的产品设计与实现能力	15
2.4 投资策略：固收配置高于同业，长长期占比显著提升	18
3. 业务布局：深耕大中华，逐鹿全亚太	19
3.1 中国香港：疫情初期影响明显，但已步入复苏轨道	19
3.2 中国内地：新省市落子与渠道下沉协同推进	20
3.2.1 “分改子”后加速新省市布局，经营效率居行业领先	21
3.2.2 联合东亚强化高净值服务能力，与邮政战略合作推动渠道下沉	22
3.3 东南亚：后疫情加快复苏，推动 NBV 贡献逐步深化	23
3.3.1 泰国：稳居市场第一，后疫情 Margin 与 NBV 同步改善	24
3.3.2 新加坡：疫情冲击较温和，TDA 推动高质量发展	24
3.3.3 马来西亚：科技赋能推动新单修复，NBV 较疫情前增长 10%	25
4. 盈利预测与估值	25
4.1 盈利预测	25
4.2 投资建议	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1: 友邦保险发展历程大事记.....	5
图 2: 友邦中国内地布局进程一览.....	6
图 3: 友邦保险股权结构及企业架构 (截至 2021 年末).....	6
图 4: 友邦保险分红率保持稳定.....	7
图 5: 友邦保险薪酬政策组成及解读.....	9
图 6: 2020 疫情对中国贫富家庭收入冲击差异化.....	10
图 7: 全球中产阶级区域分布及规模预测.....	11
图 8: 2020-2025 高净值人群 5 年增长率预测.....	11
图 9: 友邦各渠道 NBV 贡献占比.....	11
图 10: 友邦各渠道 NBV 增速贡献来源.....	11
图 11: 友邦各渠道 NBV 规模及增速.....	12
图 12: 友邦各渠道新业务价值利润率表现.....	12
图 13: 代理渠道年化新单保费及增速和占比.....	12
图 14: 友邦保险 MDRT 会员人数.....	13
图 15: 友邦代理人 2020 年产能处于行业领先.....	13
图 16: 伙伴分销年化新单保费及增速和占比.....	14
图 17: 友邦各产品 NBV 贡献占比.....	15
图 18: 友邦各产品 PVNBP.....	15
图 19: 友邦中国内地“全佑”系列重疾险升级过程.....	16
图 20: 友邦中国产品布局.....	17
图 21: AIA Vitality 计划的推出过程.....	17
图 22: 友邦投资资产配置情况.....	18
图 23: 2021 年人身险公司投资资产结构对比.....	18
图 24: 友邦债券资产期限结构情况.....	19
图 25: 分区域 NBV 贡献度.....	19
图 26: 分区域 NBV 增速贡献度.....	19
图 27: 中国香港保险市场市占率前五公司表现.....	20
图 28: 友邦中国香港市场业务表现.....	20
图 29: 友邦中国内地市场业务表现.....	21
图 30: 友邦中国内地业务布局进展.....	21
图 31: 友邦中国内地未来扩张计划猜想.....	22
图 32: 友邦中国地区 NBV 表现较为突出.....	22
图 33: 友邦与东亚银行合作期间的收购.....	23
图 34: 友邦收购中邮人寿详情.....	23

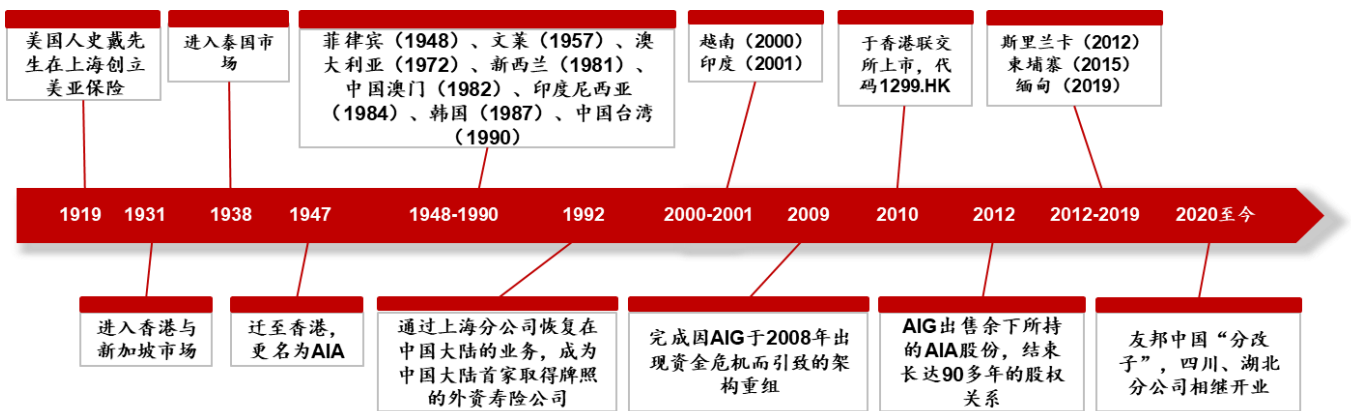
图 35: 友邦泰国市场业务表现	24
图 36: 友邦新加坡市场业务表现	25
图 37: 友邦马来西亚市场业务表现	25
图 38: 友邦保险历史 PEV	27
表 1: 友邦保险执行委员会成员及简介	7
表 2: 独立非执行董事基本情况	8
表 3: 历年以股份为基础的报酬授出数目 (万股)	10
表 4: “最优秀代理”实施路径	13
表 5: 2018 年友邦推动创新及提升客户体验	14
表 6: 友邦保险分区域银保合作伙伴不完全统计	15
表 7: 友邦保险核心盈利预测指标假设	26
表 8: 友邦保险收入分类预测表	27
表 9: 友邦保险股价历史 PEV 平均数及分位值	27

1. 百年传承，寿险典范

1.1 起源于上海，深耕于亚太

服务 18 个市场，已成泛亚地区最大的独立上市人寿保险集团。友邦保险总部位于中国香港，自 1919 年在上海成立以来，公司在泛亚地区不断扩大运营版图，目前已形成覆盖 18 个市场的运营区域，成为泛亚地区最大的独立上市人寿保险集团。公司于 2010 年在港交所上市，以协助大众实现“健康、长久、好生活”为企业目标，聚焦于为个人及团体提供一系列人身保险业务。截至 2021 年末，友邦保险通过其遍布亚洲的庞大专属代理、分销伙伴及员工网络，为超过 3900 万份个人保单的持有人以及逾 1600 万名团体保险计划的参与成员提供服务。

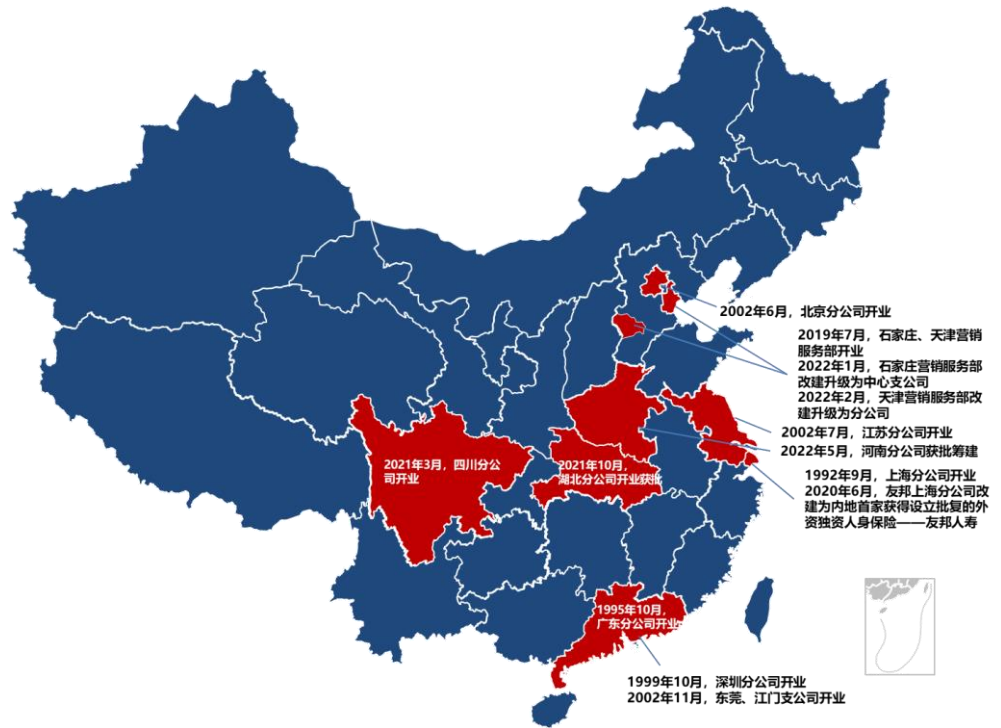
图 1：友邦保险发展历程大事记



数据来源：公司公告，东方证券研究所

积极布局内地市场，拓展势头正盛。从 1992 年恢复在中国内地业务以来，公司一直积极布局内地市场，但受限于政策约束，仅在北京、上海、广东、江苏四地展业。随着国家在金融行业外资放开力度逐步深化，公司也把握机遇加速线下布局，于 2020 年 6 月实现“分改子”，并先后推动四川、湖北分公司开业，同时也将石家庄、天津营销服务部改建升级。我们认为大陆地区高端客群仍具有较大的挖掘空间，若每年均有新的省份设立分公司开展业务，或将成为公司强有力的业务增长引擎。

图 2：友邦中国内地布局进程一览

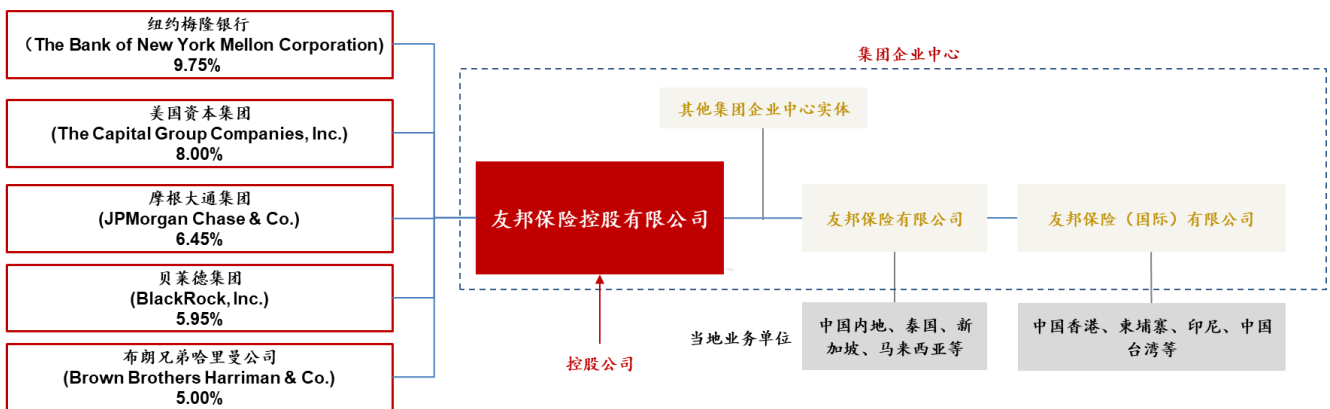


注：受限於作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准。
数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 股权结构分散提升自主权，分红稳定夯实投资信心

无实际控制人，股权结构分散赋予更强的自主性。截至 2021 年末，公司第一大股东纽约梅隆银行持股 9.75%，其次三大股东美国资本集团、摩根大通集团和贝莱德集团分别持股 8.00%、6.45%、5.95%，公司无控股股东和实际控制人。大股东主要为长期机构投资者，均未向公司派驻董事，管理层拥有更大的决策灵活度。

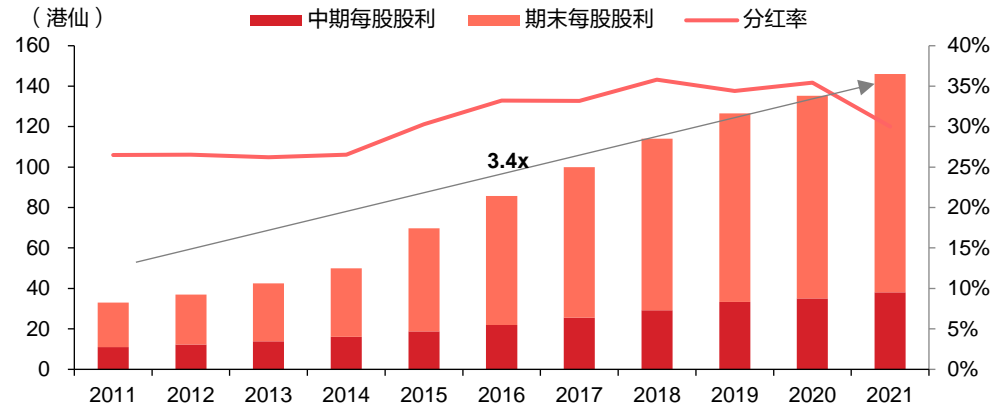
图 3：友邦保险股权结构及企业架构（截至 2021 年末）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

分红水平稳定，夯实投资者信心。公司分红政策与税后营运利润（OPAT）挂钩，近几年均保持相对稳定，维持在 30% 以上的分红率水平。公司股利每年稳步提升，近十年已增长 3.4 倍，2021 年期末股利进一步增长 8%，夯实股东回报，提升投资者信心。

图 4：友邦保险分红率保持稳定



注：分红率=股利/OPAT。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 管理团队经验丰富，多元董事背景利于本地化转型

管理团队经验丰富，下设区域 CEO 实现属地化管理。公司高管均有丰富的保险行业从业经历，在亚洲及全球保险领域拥有深厚的管理经验，且管理层司龄普遍较长，组织架构稳定，符合友邦着眼长期的战略目标。公司 2020 年聘请原平安集团联席 CEO 李源祥先生加盟任集团 CEO，接棒到龄退休的黄经辉先生。李源祥先生拥有逾 30 年的保险从业经历，对平安集团的“金融+科技”、“金融+生态”的转型做出了重要贡献，我们认为行业领军人物的加盟有望推动友邦的持续辉煌。公司在集团层面下设三位区域 CEO，实现 18 个业务覆盖地区的分管归属，以更好地应对亚太不同地区的政策、市场等差异，增加业务发展的灵活性。

表 1：友邦保险执行委员会成员及简介

姓名	职位	任职期限	相关经历
李源祥先生	执行董事、CEO、总裁	2020.6 至今	逾 30 年保险业经验，曾任平安集团联席 CEO 兼首席保险业务执行官、英国保诚中国台湾分公司资深副总裁、中信保诚人寿总经理等。
Garth Brian JONES (钟家富) 先生	首席财务总监	2011.4 至今	曾任太保寿险执行副总裁、保诚亚洲寿险业务首席财务总监、瑞士再保险亚洲区高级职位等。
William LISLE (黎以诺) 先生	区域 CEO 及集团首席分销总监	2011.1 至今	曾任 Aviva 南亚地区董事总经理、保诚亚洲高级职位等。现负责泰国、越南、澳洲、新西兰、印度、斯里兰卡区域经营。
陈荣声先生	区域 CEO	1987 年至今	在友邦保险任职 34 年，现负责中国香港、中国内地、中国澳门、韩国、菲律宾、中国台湾区域经营。
陈学旅先生	区域 CEO	2011 年至今	曾任大东方人寿新加坡 CEO、新加坡金融管理局保险署署长。现负责新加坡、文莱、马来西亚、柬埔寨、印尼、缅甸区域经营。
Mitchell David NEW (聂鸣川) 先生	法律总顾问	2011.4 至今	曾任 Fasken Martineau 律师事务所的成员并在宏利金融担任多个高级管理职位。
Mark Vincent Thomas	首席策略及企业	2014.4 至今	曾任韬睿惠悦亚太区保险行业董事总经理及香港办事处董事

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声明。

SAUNDERS (马崇达) 先生	发展总监		总经理、Clerical Medical 的国际寿险业务及其韩国合资寿险公司(Coryo-CM)的亚太区负责人、香港行政总裁、执行董事兼董事会成员。
Mark KONYN (康礼贤) 博士	首席投资总监	2015.9 至今	曾任国泰康利资产管理 CEO、安联投资 RCM Global Investors 亚太区 CEO、富达投资及英国保诚高级职位。
Pek-San ANG (Cara) (洪碧珊) 女士	首席人力资源总监	2016.5 至今	曾任渣打银行新加坡人力资源部主管、Marsh Asia 高级副总裁兼人力资源部主管。
Biswa Prakash MISRA 先生	首席技术总监	2013.6 至今	曾任 ING Insurance Asia Pacific 区域首席技术总监、资讯科技顾问公司 Capgemini 亚洲区保险业务客户负责人。
Stuart Anthony SPENCER (施斌升) 先生	首席市场总监	2017.5 至今	曾任苏黎世保险集团亚太区署理 CEO、AIG 高级职位、美国运通市场营销职位等。
Jayne Lynn PLUNKETT (彭凯彤) 女士	首席风险管理总监	2019.11 至今	曾任瑞士再保险亚洲再保险 CEO、亚洲区域总裁及集团执行委员会成员。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

独立董事多元多区域优势，利于业务本地化转型。公司独立非执行董事亦在相关领域拥有丰富从业经验，对于新加坡、菲律宾、泰国等东南亚地区的政策监管与市场格局有较为深入的理解，有助于推动友邦保险相关业务的本地化转型与落地，为业务的后续发展奠定了扎实的基础。

表 2：独立非执行董事基本情况

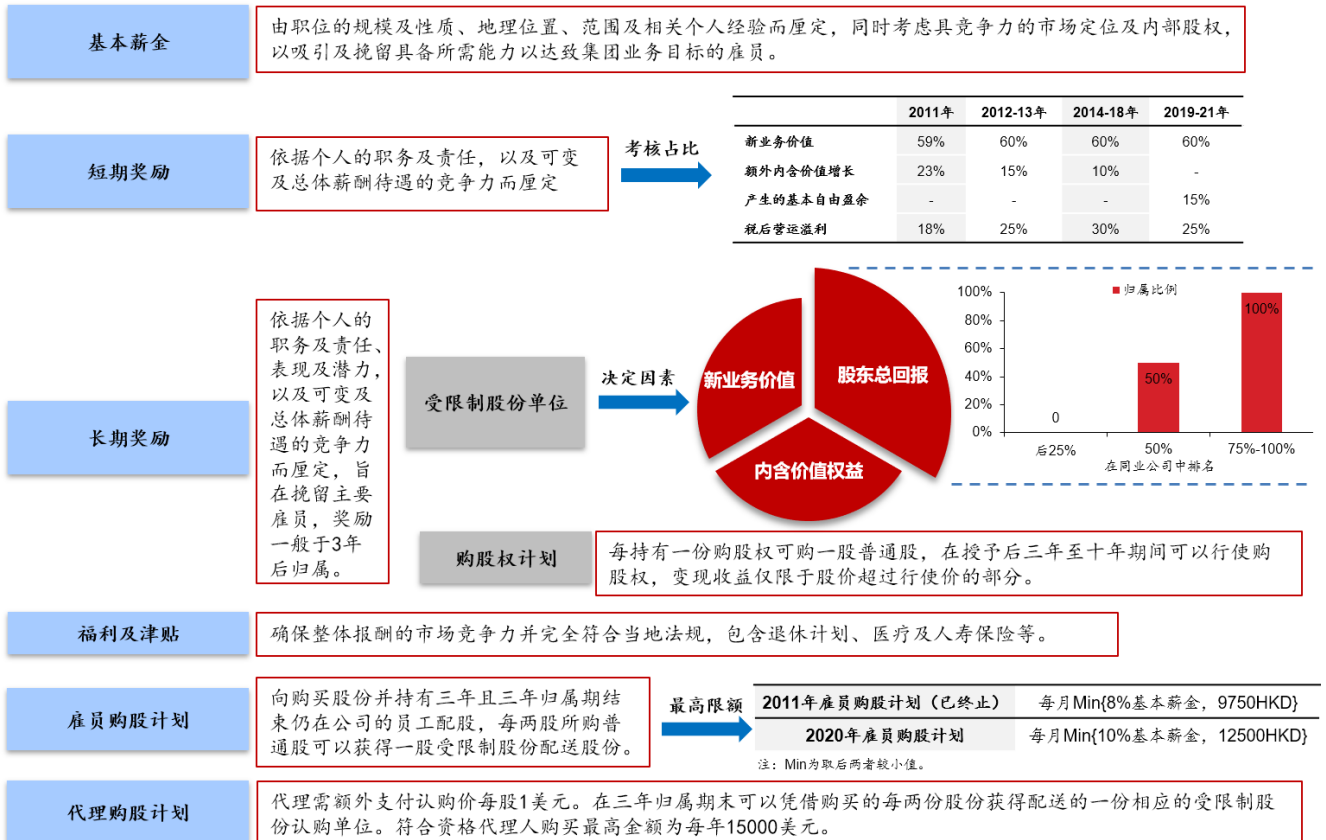
姓名	经历
谢仕荣先生	为公司及其前身 AIG 集团效力约 60 年，曾任公司总裁兼 CEO。
苏泽光先生	现任香港机场管理局主席、瑞信大中华区独立搞基股份及行政长官创新及策略发展顾问团非官方成员，曾任香港与内地经贸合作咨询委员会主席，获金紫荆星章及大紫荆勋章。
周松岗先生	曾任香港交易及结算所主席、香港铁路公司行政总裁，获金紫荆星章。
John Barrie HARRISON 先生	现任香港科技大学顾问委员会荣誉委员，曾任 BW LPG 副主席、毕马威国际副主席等。
杨荣文先生	现任 Kerry Group 及嘉里物流高级顾问，曾任新加坡国会议员、外交部长、贸易及工业部长、卫生部长、新闻及艺术部长、财政部政务部长等职。
刘遵义教授	现兼任香港中文大学讲座教授、香港特区外汇基金咨询委员会辖下货币发行委员会委员，曾任国香港中文大学校长、中投国际董事长，获太平绅士及金紫荆星章。
Swee-Lian TEO 女士	现任迪拜金融服务局董事会成员，曾任职新加坡金管局 27 年，主管财务监督和银行业、保险业、资本市场行业以及宏观经济的监管。
Narongchai AKRASANE 博士	前泰国能源部部长、商务部部长、议员及曾任泰国数任总理顾问，曾任泰国进出口银行主席、泰国保险监管局董事、泰国国家经济及社会发展局董事。
Cesar Velasquez PURISIMA 先生	曾任菲律宾财政部部长、贸易及工业部部长、中央银行货币委员会成员。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.4 多元化激励机制，长期奖励持久注入活力

薪酬体系涵盖短期与长期激励，雇员及代理人均能分享成长红利。公司薪酬体系除基本工资外，既涵盖短期奖励，也采用受限制股份、购股权计划等长期奖励提升员工积极性。同时，公司还设置雇员购股计划、代理购股计划、福利津贴等拓宽薪酬组成部分，让雇员与代理人均能分享公司成长的红利。

图 5：友邦保险薪酬政策组成及解读



数据来源：公司公告，东方证券研究所

考核指标与公司业绩直接挂钩，长期奖励占比显著，确保管理层与股东利益相向而行。公司短期与长期奖励的考核均为与业绩直接挂钩的 VONB、税后营运溢利、EV 等指标，且对长期奖励中的受限制股份来说，其归属比例更取决于在同业中的排名分位，若位于后 25%分位则无法获得任何股份，我们认为此举将确保管理层与股东利益深度绑定，既激发工作积极性，也为公司长远发展注入活力。此外，公司强调长期表现的考察，将决定受限制股份归属的指标考核期为三年，而购股权需要三年之后才能行权，且需行使人处于受雇期间或退休状态，雇员购股计划的股票配发也要到三年之后才可实施，这均与公司立足长期的战略保持一致。以集团 CEO 兼总裁李源祥先生为例，其 2020 年度目标薪酬金额包括 109 万美元的基本薪金、198 万美元的短期奖励和 396 万美元的长期奖励，长期奖励构成了目标薪酬的 56%。

表 3：历年以股份为基础的报酬授出数目（万股）

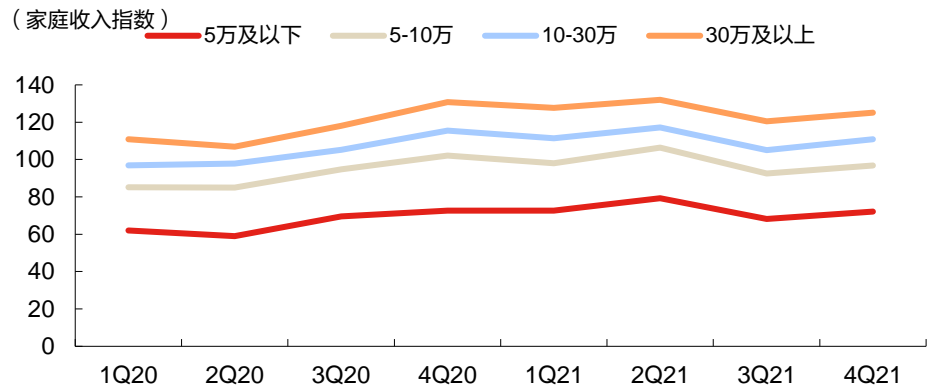
	受限制股份	购股权	代理购股计划	雇员购股计划
2015	1793	593	236	196
2016	1896	955	279	243
2017	1600	946	270	273
2018	1161	460	283	288
2019	1067	441	264	250
2020	1345	585	241	312

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2. 经营策略：聚焦中高端客群，代理+伙伴齐发力

2.1 客群策略：受益于亚太经济强劲增长下的中高净值客群基数扩大

聚焦中高端客户市场，疫情冲击下的短期复苏节奏更快。公司的客群策略瞄准泛亚地区的中高端群体，塑造了高端的品牌形象，其品牌定位为“健康、长久、好生活”，为客户及其家人提供健康管理及保障的一站式解决方案和高品质服务。短期来看，虽然 2020 年以来的新冠疫情冲击，使得保险作为可选消费需求被滞后满足，但由于疫情对不同财富水平的客群冲击差异化，友邦聚焦的中高净值客户受新冠疫情冲击相对下沉市场客户更小、恢复更快，业务复苏的节奏有望超预期。

图 6：2020 疫情对中国贫富家庭收入冲击差异化


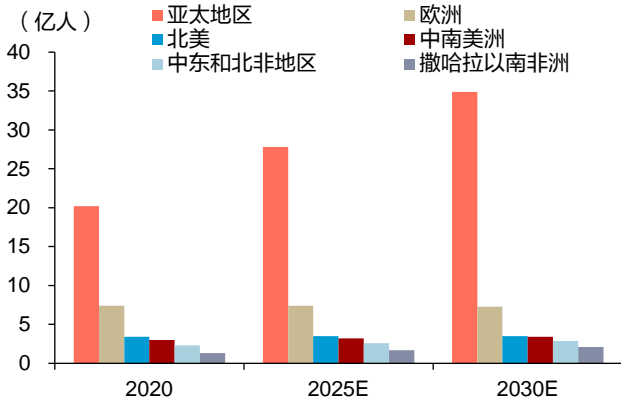
注：疫情之初，仅年收入 30 万以上家庭收入增长，其他家庭收入水平均低于疫情前；4Q21 来看，收入 30 万及以上家庭的收入指数持续增长，而收入 5 万及以下家庭的收入指数较三季度降幅略有减小。

数据来源：CHFS&蚂蚁集团《中国家庭财富指数调研报告》，东方证券研究所

长期需求旺盛，高净值人群带来价值的稳定增长。从长期来看，亚太区域世界领先的中产阶级规模为公司的中高端人身险提供了充足的市场需求。2020 年亚洲的中产阶级规模世界第一，约占全球中产阶级人数的 54%，据 Knight Frank 发布的《2021 财富报告》预测，2020-2025 年亚洲的高净值人群（年可支配收入高于 100 万美元）规模还将增长 46%，高于世界平均水平。庞大的中高端客群一方面将为公司提供充足的新单保费需求，另一方面由于中高端客户具有更强的消费和资产配置能力、对价格更加不敏感，使公司得以出售更多高件均、高新业务价值利润率的产品，为未来公司新单保费与新业务价值利润率的持续提升提供需求端的长期支撑。

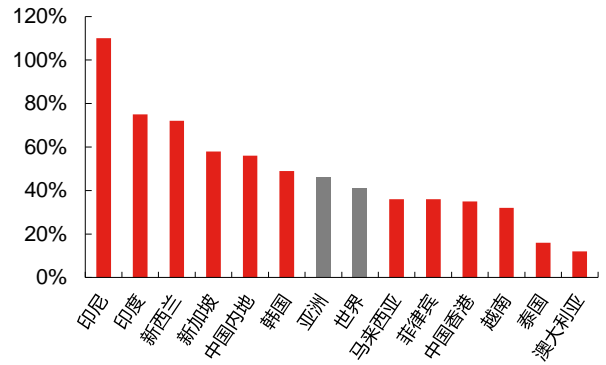
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 7：全球中产阶级区域分布及规模预测



数据来源：布鲁金斯学会，东方证券研究所

图 8：2020-2025 高净值人群 5 年增长率预测

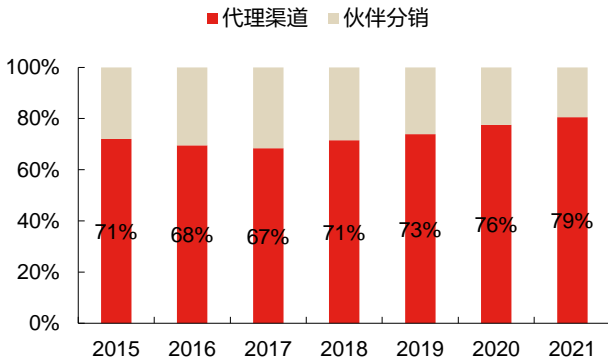


数据来源：Knight Frank《2021 财富报告》，东方证券研究所

2.2 渠道策略：代理+伙伴齐发力，深度+广度拓格局

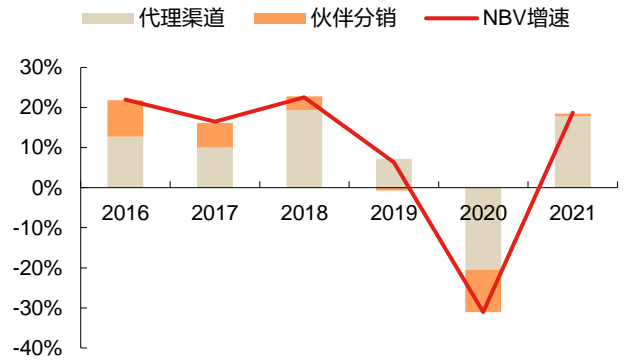
公司业务主要由代理渠道和伙伴分销两部分构成，其中代理渠道是最主要的贡献来源，近几年占比维持在 70%以上且呈逐步增长态势，同时也是拉动 NBV 增长的主要驱动力。从分渠道增速表现来看，代理渠道近几年增速均优于伙伴分销 10-20pp，代理渠道更高的价值利润率也助推公司实现 NBV 的更快增长。

图 9：友邦各渠道 NBV 贡献占比



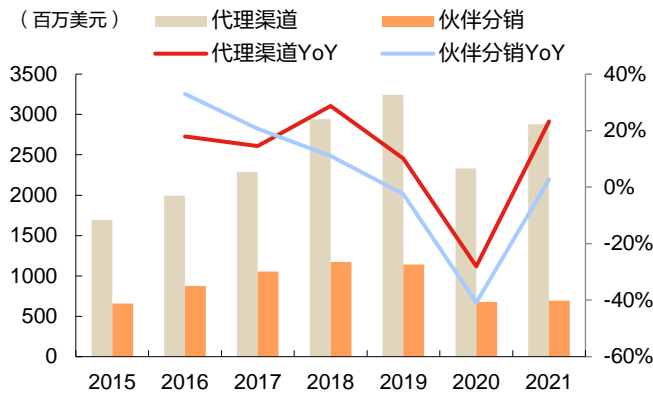
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：友邦各渠道 NBV 增速贡献来源



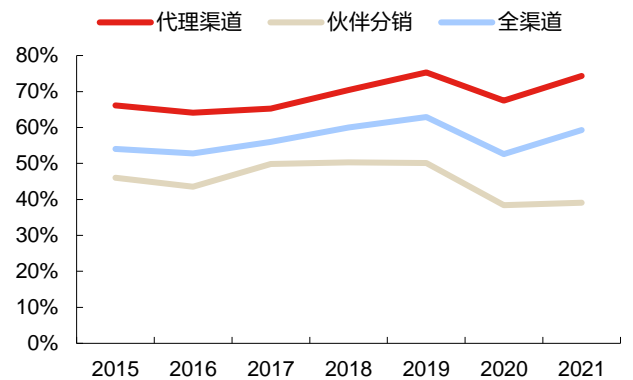
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：友邦各渠道 NBV 规模及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：友邦各渠道新业务价值利润率表现

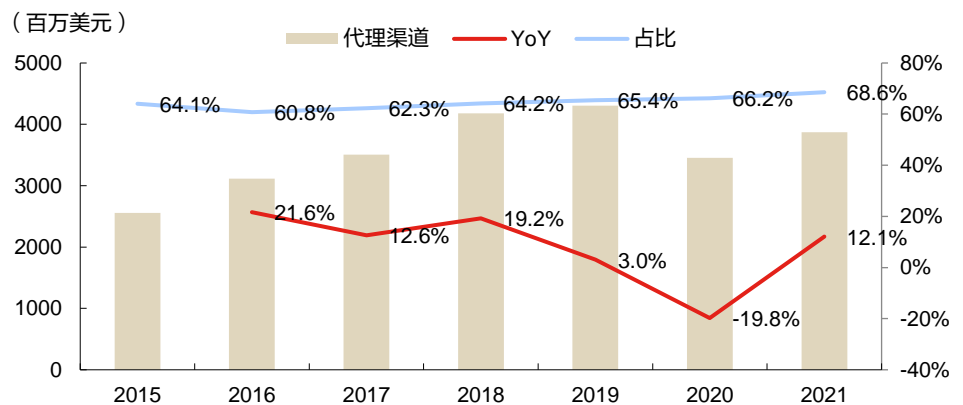


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2.1 代理渠道：推行“最优秀代理”，MDRT 行业领先

代理渠道新单保费占比稳步提升。剔除 2020 年疫情影响因素外，公司代理渠道年化新单保费保持稳步增长态势，2021 年 ANP 实现 38.72 亿美元，同比提升 12.1%，总新单占比同比提升 2.4pp 至 68.6%，为新业务贡献的最主要来源。

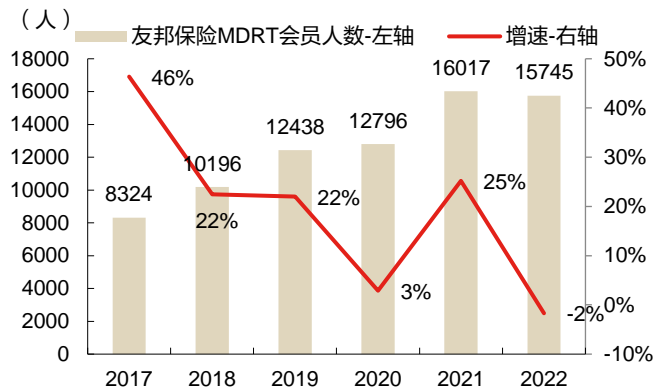
图 13：代理渠道年化新单保费及增速和占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

MDRT 会员持续增长，助力产能实现行业领先。截至 1H22，公司目拥有 1.57 万 MDRT 会员，百万圆桌高质量保险代理人数量近年来均保持全球第一，虽然 2022 年小幅下滑 2%，但 5 年复合仍为增速为 13.6%。从产能表现来看，2020 年友邦中国月人均新单保费为 1.2 万元、月人均新业务价值为 1 万元，远高于同业水平，映射出友邦代理人领先的专业能力与所服务客群更高的消费能力，其中目标客群的消费能力由中高净值的客群定位锁定，代理人的专业能力则体现为公司在初始代理人筛选中对专业能力的更高要求以及后期培训的持续赋能。

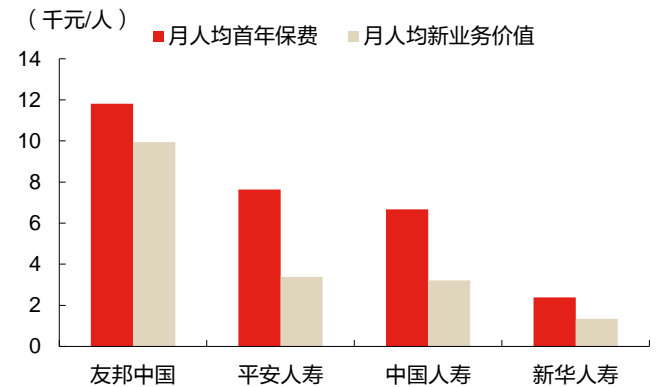
图 14: 友邦保险 MDRT 会员人数



注：数据统计时间均为每年的 7 月 1 日。

数据来源：MDRT 官网，公司官网，东方证券研究所

图 15: 友邦代理人 2020 年产能处于行业领先



数据来源：公司公告，东方证券研究所

推行“最优秀代理”策略，多维度打造护城河。公司在代理人渠道推行“最优秀代理”策略，目前该策略经过迭代升级已形成 3.0 版本，旨在保持代理人数量与质量的同时，更加强调为客户提供标准化的优质服务体验，形成规模增员精英化、经营管理系统化、销售顾问专业化、客户服务标准化、作业平台数字化的“五化”营销员体系。1) 在招聘环节，公司设置了相较同业更高的招募门槛，使其代理人结构与中高净值的客群结构匹配度更高，2020 年友邦中国代理人大专以上学历约占 55%，远高于行业平均水平 30%；2) 在赋能环节，公司与保险行业专业培训及招聘头部企业 LIMRA 建立战略伙伴关系，通过专业化的系统培训与集团内地的数据工具支持，持续赋能代理人以提高其人均产能；3) 在服务环节，友邦代理人为客户提供保障与财富管理结合的销售服务，并重点主推高价值率的产品组合，实现了代理渠道价值率的不断提升；4) 在激励与晋升环节，公司为代理人设立了明确的晋升机制，并通过代理人购股计划增大绩优代理人留存率，2020 年公司代理新人 1 年后的留存率为 50%，显著高于行业平均水平 30%。

表 4: “最优秀代理”实施路径

阶段	时间	主要内容
1.0 版本	2009	人海战术
2.0 版本	2010	将营销员的考核和业绩与专业行为挂钩。淡化营销员在规模上的保费表现，更多关注营销员在收入上的提高。
3.0 版本	2018	更强调标准化的优质服务体验，将客户体验作为衡量渠道品质的标准。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

数字化转型策略提升运营效率，优化用户体验。2018 年，公司与 IBM、微软等国际知名科技公司建立和扩展了策略性伙伴关系，推动技术系统和业务流程的数字化转型。同时集团成功将后勤营运转移至专属“私人云端”环境，并成立了一个全新的网络安全共享服务中心，提升网络威胁侦测和应对能力，保障集团所有市场的持续运营能力。此外，友邦中国坚持“科技驱动领先优势”，先后推出了包括协助营销员团队管理的 Master Planner 工具、微信在线客服机器人等，帮助营销员团队解决客户服务中的难点与痛点，优化了客户体验。受益于公司的数字化转型策略，公司保单签发线上化率超过 95%，理赔申报线上化率达 75% 并实现 100% 赔付线上化。

表 5：2018 年友邦推动创新及提升客户体验

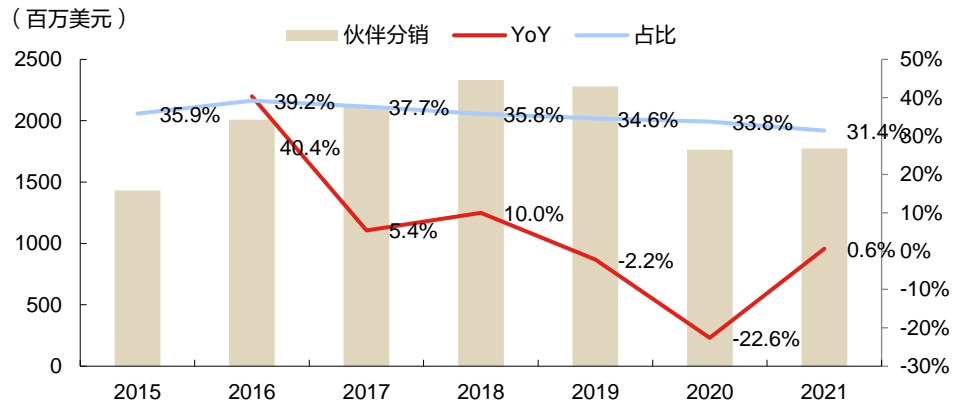
国家	创新	内容	合作方
马来西亚	健康钱包	可用于康复和预防性健康福利或提升保单保额	自有
泰国	Connected Claims	数码医疗理赔服务，享受非现金理赔体验	自有
越南	区块链实验室	区块链技术	FPT software
中国	微医数字化平台	资讯科技辅助医疗保健服务	微医
全球测试	Know Your Customer 应用程序	区块链技术	R3 区块链联盟

数据来源：公司公告，东方证券研究所

综合而言，友邦在代理渠道的核心竞争优势为拥有完善且领先的代理人管理体系，并由此打造出了一支能够实现高产能的代理人队伍。公司凭借其代理人渠道的高质量服务得以匹配高净值目标客群的高端个性化需求，从而使其能够在实现大规模的保费收入的同时，销售更加高价值率的产品组合以提升保费质量。

2.2.2 伙伴分销：建立深度独家合作，实现广覆盖客群触达

伙伴分销波动性较大，疫情后修复进度不及预期。公司伙伴分销渠道新单保费波动性较大，2021 年 ANP 实现 17.75 亿美元，同比提升 0.6%，与代理渠道相比恢复进度显著落后，总新单贡献上也呈现逐步下降趋势。

图 16：伙伴分销年化新单保费及增速和占比


数据来源：公司公告，东方证券研究所

建立深度独家合作，实现广覆盖客群触达。友邦一方面通过与花旗、东亚等全球性银行的深度独家合作，实现跨国家、跨地区的全方面战略协同；另一方面通过与泰国盘古银行、印尼中亚银行等区域性银行快速触达当地市场深层客户。目前公司已与 10 余家银行建立深度合作，今年也在中国大陆与邮政集团建立战略合作，我们认为这将很大程度上实现客群的快速下沉与长尾客户的触达，并借助其产品的自身优势，实现客群的进一步挖掘。

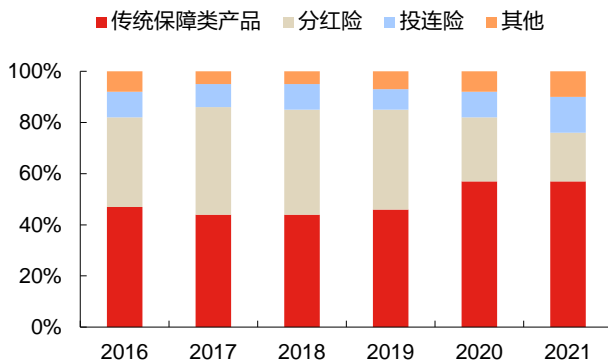
表 6：友邦保险分区域银保合作伙伴不完全统计

国家/地区	合作伙伴	最新合作起始时间	合作期限
中国内地	东亚中国	2021.7	15 年
	邮储银行	2022.2	
中国香港	建行亚洲	2010	15 年
	花旗银行	2013.12	
	东亚银行	2021	
泰国	盘古银行	2017.10	15 年
马来西亚	大众银行	2017.12	15 年
新西兰	ASB 银行	2018.7	20 年
柬埔寨	台资银行	2022.1	5 年
斯里兰卡	国家开发银行	2012.9	20 年
印度尼西亚	中亚银行	2017	
菲律宾	群岛银行	2017	
越南	兴旺股份银行	2017	
印度	IndusInd Bank	2017	

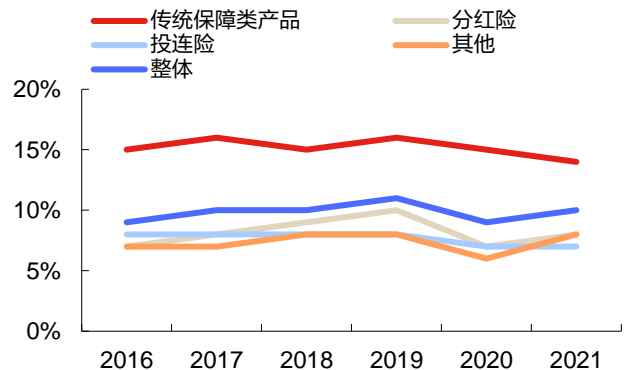
数据来源：公司官网，东方证券研究所

2.3 产品策略：“经验+资源”助力实现优异的产品设计与实现能力

产品结构方面，公司聚焦中高端客户需求主推高价值率产品，主打长期储蓄与保障，优化产品结构以促进综合价值率提升。公司产品主要分为传统保障类、分红险、投连险和其他。其中，由于传统保障类产品主要以死差和费差为利源，其盈利更加稳定，新业务价值利润率更高，2021 年 PVNBP 达 14%，显著高于其他产品，此类产品业务占比也在稳步提升，2021 年 NBV 贡献达 57%，为最主要的 NBV 贡献点。

图 17：友邦各产品 NBV 贡献占比


数据来源：公司公告，东方证券研究所

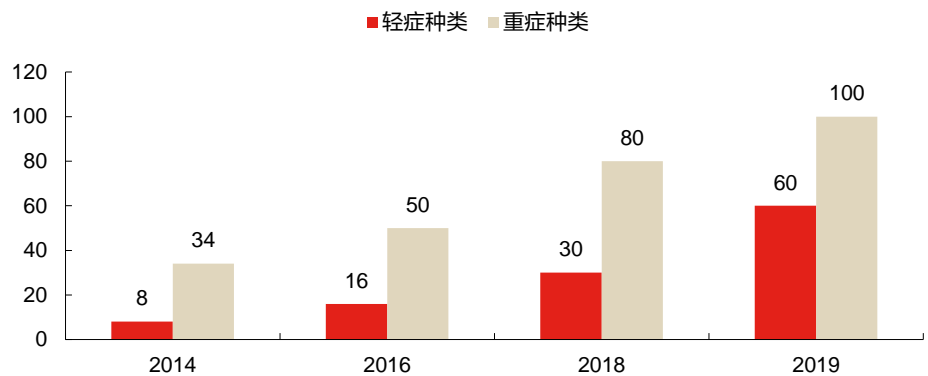
图 18：友邦各产品 PVNBP


数据来源：公司公告，东方证券研究所

产品价值率方面，公司通过不断升级低价值率产品的设计，以领先的产品研发能力实现个性化与差异化，从而促使单个产品的新业务价值利润率提升。以友邦中国之前的重疾险旗舰产品“全佑”系列为例，从 2014 年到 2019 年其产品覆盖的轻重症范围不断扩大，轻症从 8 种扩大到

60种，重症则从34种扩大到100种。通过不断增强产品保障属性，“全佑”系列在过去十多年的重疾险市场形成了良好的品牌声誉。同时，友邦具备持续的产品研发能力，通过开发差异化、个性化的定制产品，进一步提高产品价值率。2021年由于重疾新规的推出，公司下架了原有的全佑系列，并再次成为行业产品创新的引领者，新创了友如意重疾保险系列。友如意系列开创性地打造了“核心保障+个性化配置”的定制模式，通过将保障内容、保障期限、保障额度分模块化设计，形成了覆盖儿童与成人、个人与家庭的近两千种组合模式。公司在行业产品同质化的背景下形成了差异化的竞争优势，增强了产品的议价能力，并最终形成高价值率的业务回报。

图 19：友邦中国内地“全佑”系列重疾险升级过程



数据来源：公司官网，东方证券研究所

新单收入方面，公司通过打造人身险的生态圈，充分挖掘客户全生命周期的顾客价值，从而提高其新单收入。公司的产品设计覆盖四大客户主张，分别满足客户健康、财富管理、养老及传承的保险需求。公司通过较低单价的包括旅行险在内的意外险、以及中高端医疗险获客，并将客流引向其具有高件均保费、高价值率的四大价值主张系列产品。其中，友如意系列重疾解决方案通过模块化自定义满足健康保障需求，恒赢金生系列和稳赢未来系列通过“投资+保值+保障”的方式为客户进行财富管理，最新推出的友自在养老综合解决方案聚焦“养老财富管理+养老健康管理”，开创性地打造一站式综合养老账户，传世系列则针对高净值客户身身后的保值与传承需求为客户家庭奠定保障基石。同时，在客户整个生命周期的不同阶段，公司都提供了与之相对应的产品和服务，满足从职场上升、结婚育儿、中产奋斗到退休养老的全生命周期的陪伴。通过不同价值主张的产品之间的交叉销售，以及不同生命周期阶段之间的交叉销售，公司塑造了人身险的生态圈，扩大了新单保费收入来源，从而提高了新业务价值。

图 20：友邦中国产品布局

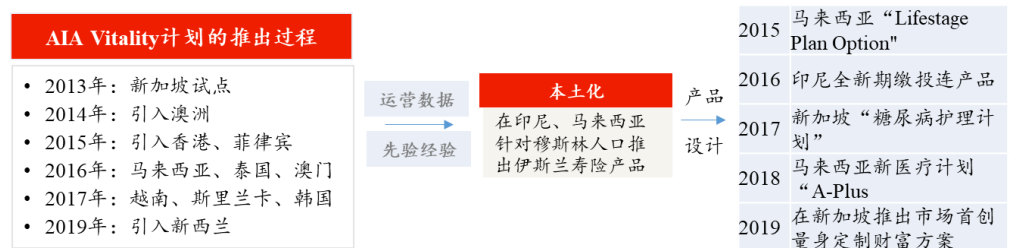


数据来源：公司官网，东方证券研究所

续收保费方面，公司通过“低频产品+高频服务”的方式提高了用户粘性，从而促进续费率提升。公司在人身险产品低频消费属性的基础上，通过附加特色的高频服务，形成了一站式综合解决方案，从而在向客户提供高频服务的过程中积累口碑和客户粘性，最终达到续费率提升、新业务价值增长的效果。以其健康管理增值服务为例，公司通过病前预防、病中治疗、病后康复的健康管理全场景陪伴式服务，形成了集每日健康管理、多重保障计划、护航疾病康复于一体的站式健康管理方案，将保险单一的赔付服务高频化，促进客户粘性提升。

综合而言，公司在产品策略方面具备行业领先的优势，与可比公司相比，公司持续领先的产品设计与实现能力主要来源于跨市场的经验与国际化的服务资源。首先，在产品能力设计方面，相较于主要具备中国运营经验的内资险企，友邦具备在多个经济、文化、发展程度不同的区域市场运营的经验。在人身险市场先发展区域的产品运维经验，为公司后续进军其他区域市场提供了丰富的前验信息和运营参照，使其在跨区域市场的产品迭代中锤炼出领先的产品设计能力。同时，公司通过包括健康管理软件在内的数字化产品，为自身产品设计积累了丰富的跨区域运营数据，使其产品设计具备良好的数据信息支撑。以其 AIA Vitality 计划的推出为例，公司首先在保险市场较发达的新加坡等区域市场推出，积累运营经验、对产品进行试点迭代之后再逐步根据其它市场的发展情况分阶段推进。同时公司会因地制宜，在其它市场运营经验的基础上结合本土化特色开展产品设计，例如在印度尼西亚、马来西亚市场针对穆斯林人口推出了伊斯兰寿险产品。

图 21：AIA Vitality 计划的推出过程



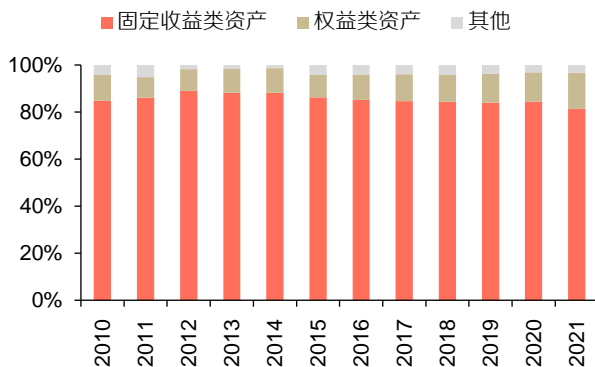
数据来源：公司官网，东方证券研究所

其次，领先的产品不仅需要良好的设计引领，还需要公司具备相应的资源去实现产品的设计。在产品实现能力方面，相较于内资险企主要具备内地的服务资源，友邦具备海外服务资源优势。公司拥有遍布全球六大洲、覆盖 150 多个国家的 80 多万网络医院和诊所资源，能够实现更加国际化的海外诊疗服务类产品设计，满足保险产品特色化内容。综合而言，公司在产品设计上结合了跨市场的运维经验和数据信息，充分融合了自身国际化资源优势与各市场本土化需求，从而使其在产品的设计与实现方面领先同业。由于国际资源与跨市场经验作为公司产品的创新来源，在短期之内难以复制性较弱，我们预计公司的产品在后续仍具备持续性的强竞争力。

2.4 投资策略：固收配置高于同业，长久期占比显著提升

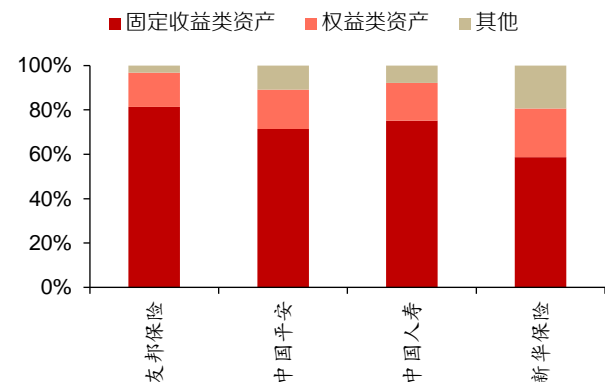
投资规模稳步增长，固收占比高于同业。2021 年末以保单持有人及股东总计的投资资产达 2536 亿美元，同比增长 2.5%，若考虑单位连结式合约及合并投资基金在内的总投资资产则达 2936 亿美元，同比增长 3.5%。在投资结构方面，自 2010 年上市以来，公司的投资资产就一直以固定收益类资产为主，以保单持有人及股东总计的投资资产测算，2021 年末固收类资产占比达 81%，明显高于内地同业险企。

图 22：友邦投资资产配置情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

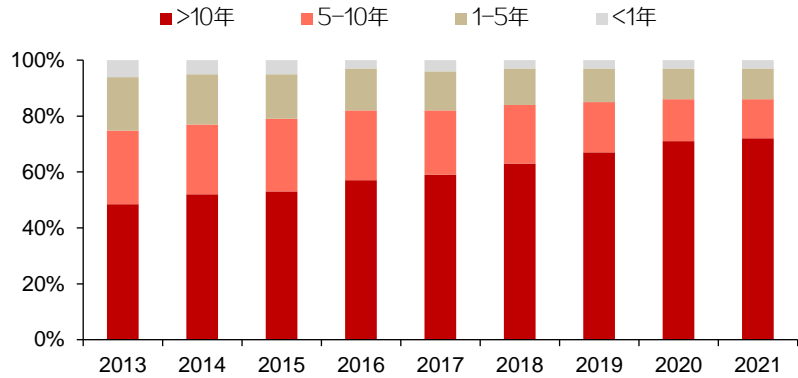
图 23：2021 年人身险公司投资资产结构对比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

长久期债券配置显著提升，久期匹配度不断提高。2013-2021 年友邦债券投资资产中期限在 10 年以上的债券占比从 48% 显著提升至 72%，使其资产与负债的久期匹配度不断提高。一方面，在目前利率下行的背景下，公司更小的资负久期缺口减少了其投资与再投资的风险，同时其多元化区域运营的优势使其能够积累更多优质的高收益长久期资产，为后续投资端的长期发力奠定良好的基础。另一方面，友邦资产端的投资决策与负债端的产品设计利率联动，通过合理协调承保端与投资端保证了稳健的价值增长。

图 24：友邦债券资产期限结构情况

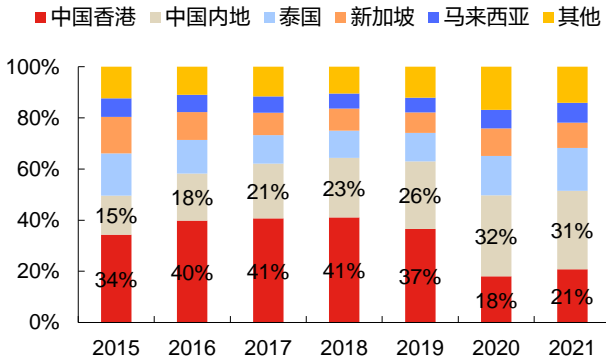


数据来源：公司公告，东方证券研究所

3. 业务布局：深耕大中华，逐鹿全亚太

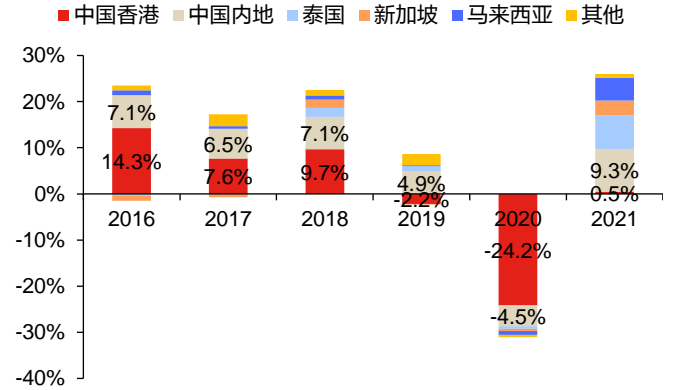
中国市场 NBV 占比合计超 50%，新马泰贡献度逐步提升。受疫情影响，中国内地市场 NBV 占比 2020 年起超越中国香港市场，2021 年达 31%，目前为公司 NBV 的主要贡献地区，2021 年中国市场整体占据半壁江山，合计达 52%。相较之下，东南亚市场贡献度逐步提升，新马泰三地 NBV 占比从 2018 年的 25% 提升至 2021 年的 34%，对 NBV 增速的拉动效应也日益显著，新马泰三地合计拉动 2021 年 NBV 增长 15.4%（2021 年整体增速 26%），我们预计随着疫情影响的逐步消散，其将成为公司整体 NBV 增长的有力支柱。

图 25：分区域 NBV 贡献度



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：分区域 NBV 增速贡献度



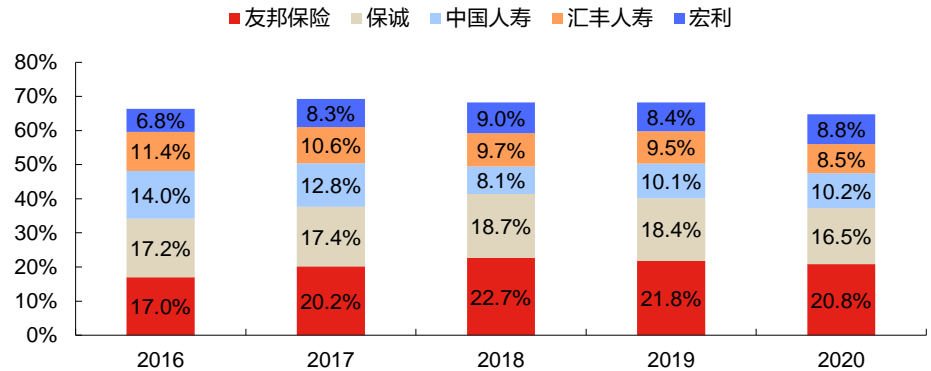
数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.1 中国香港：疫情初期影响明显，但已步入复苏轨道

市占率持续第一，但疫情影响下占比边际下滑。据香港保险业监管局数据，截至 2022 年 3 月末，香港共有 163 家获授权保险公司，其中 90 家经营一般业务，53 家经营长期业务，CR5 维持在 65% 左右的水平，头部公司集中度较高，友邦为香港市场最大的保险公司，近几年市占率维持在 20% 以上。但受疫情影响，2020 年内地访客到港频次大幅下降，全行业内地游客保费占比从 2019 年的 29% 下滑至 2020 年的 6%。友邦品牌影响力在内地较为突出，疫情封关导致的直接冲击更为显著，市占率呈现边际下滑态势。

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。

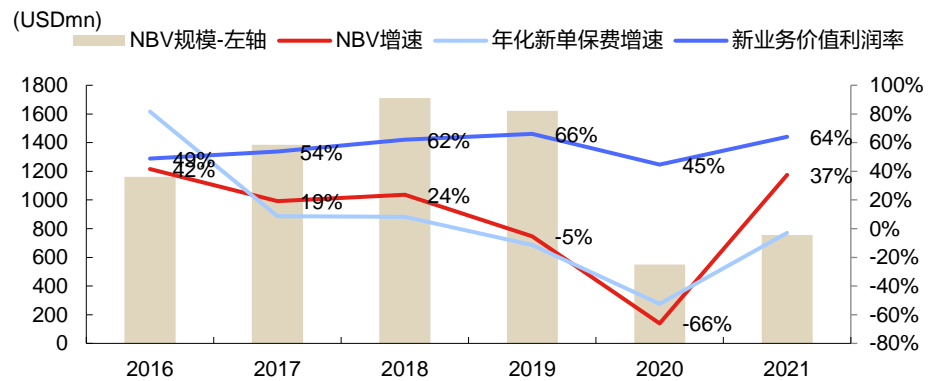
图 27：中国香港保险市场市占率前五公司表现



数据来源：香港保险业监管局，东方证券研究所

前两年 NBV 与年化新单增速均承压，2021 年已显著复苏。受社会形势紧张与疫情封关影响，友邦香港 2019 和 2020 年表现与往年明显不同，NBV 增速分别为-5%和-66%，年化新单保费增速分别为-11%和-52%，其中能观察到疫情对产品结构带来更显著的冲击，2020 年新业务价值利润率同比下降 21.4pp 至 44.7%。但步入 2021 年以来，本地客户价值快速提升，一定程度上抵消内地旅客业务空缺，全年实现 NBV 增速达 37%，较 1H21 的 2.3%增速迅速扩大。2022 年初香港疫情再起，对一季度业务冲击较为直接，但目前已实现疫情可控下的经济快速恢复，我们预计 2022 全年的业务增长有望保持稳健。

图 28：友邦中国香港市场业务表现

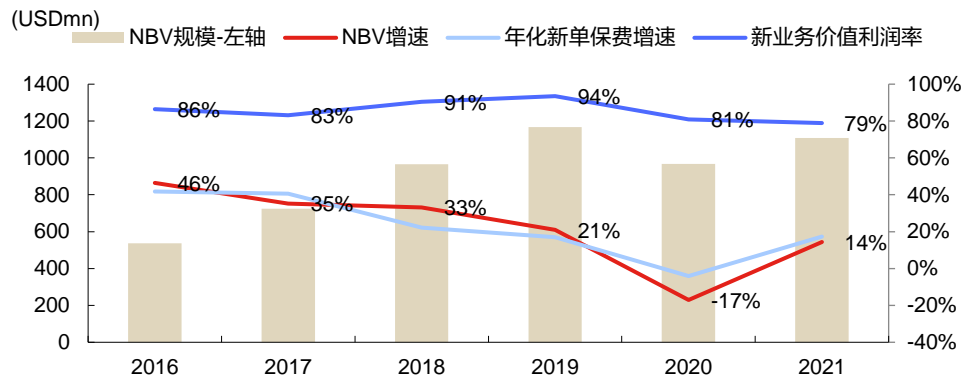


数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 中国内地：新省市落子与渠道下沉协同推进

友邦中国内地市场的业务为集团持续增长的主要推动力，NBV 占比已达到 30%以上，受内地市场全行业景气度的影响，公司内地业务也受一定冲击，但由于代理人整体素质较高与产品形态更为优异，新业务价值利润率持续保持较高水平。

图 29：友邦中国内地市场业务表现

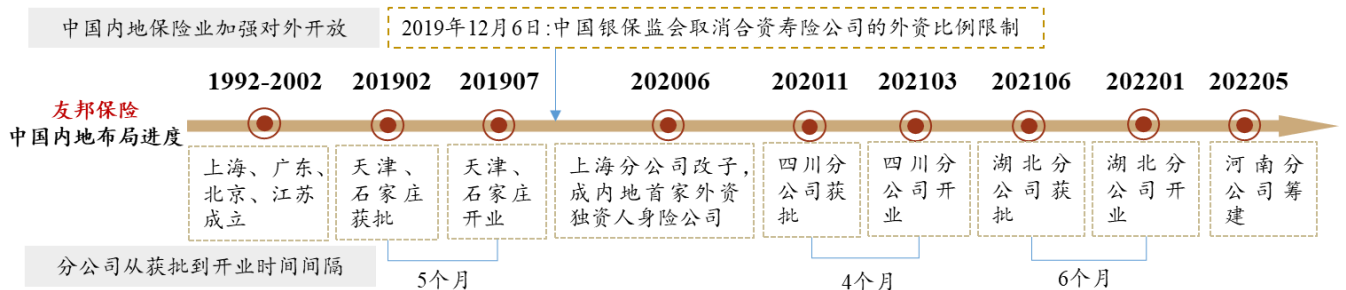


数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2.1 “分改子”后加速新省市布局，经营效率居行业领先

“分改子”落地，加速推动新省市布局。友邦自 1992 年至今在上海、广东、北京和江苏等省市成熟运营多年，并在 2019 年 12 月中国银保监会取消合资寿险公司的外资持股比例限制后，于 2020 年 6 月完成友邦保险上海分公司改建为子公司的转变，成为中国内地首家外资独资人身险公司，并计划加大在中国内地的布局力度，目前已成功在天津、石家庄、四川、湖北、河南等新省市实现布局，并计划未来拓展 10 个新地区。

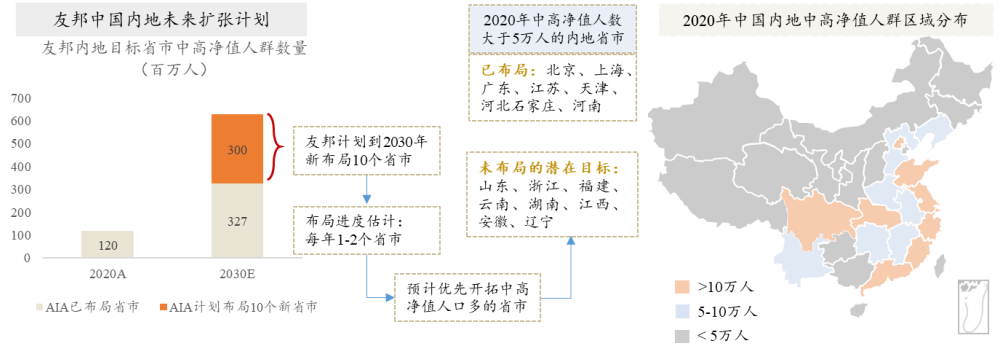
图 30：友邦中国内地业务布局进展



数据来源：公司公告，东方证券研究所

预计每年新布局 1-2 个地区。在潜在开拓省市板块的预测方面，参考 2019 年至今公司在中国内地的扩张速度，结合公司新布局 10 个地区的战略规划，我们预计公司每年将新布局 1-2 个地区。同时，结合公司目标中产及高净值人群的客群策略，根据招商银行联合贝恩公司发布的《2021 年私人财富报告》中高净值人群区域分布数据，我们预计友邦尚未布局的 8 个高净值人数大于 5 万人的内地省市为其潜在布局目标。

图 31：友邦中国内地未来扩张计划猜想

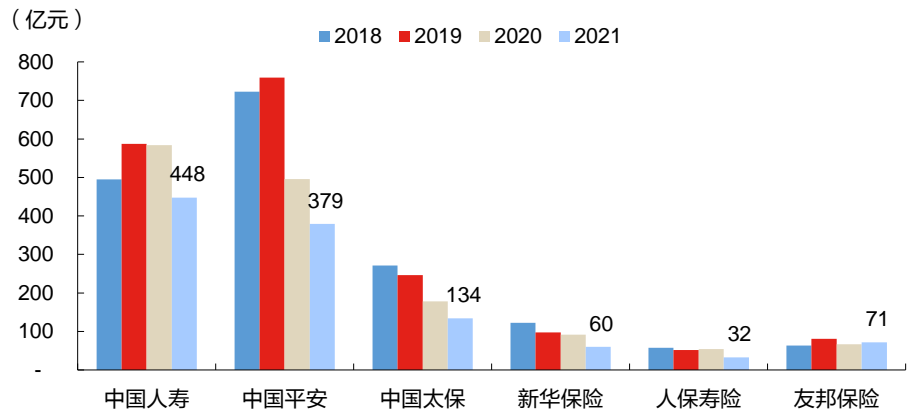


注：受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

保费市占率低但NBV表现突出。由于友邦中国内地仅在限定的几个区域开展业务，以总保费收入测算2021年人身险行业市占率仅为1.36%，整体市场占有率处于绝对低位，但其NBV价值贡献较为可观，2021年内地NBV达11亿美元（约RMB 71亿元），高于人保寿险（32亿元）和新华保险（60亿元），而后两者总保费市占率分别达2.9%和4.9%，体现出友邦凭借更为优异的产品和销售渠道实现价值率的高位稳定，进而使得NBV表现突出。

图 32：友邦中国地区NBV表现较为突出

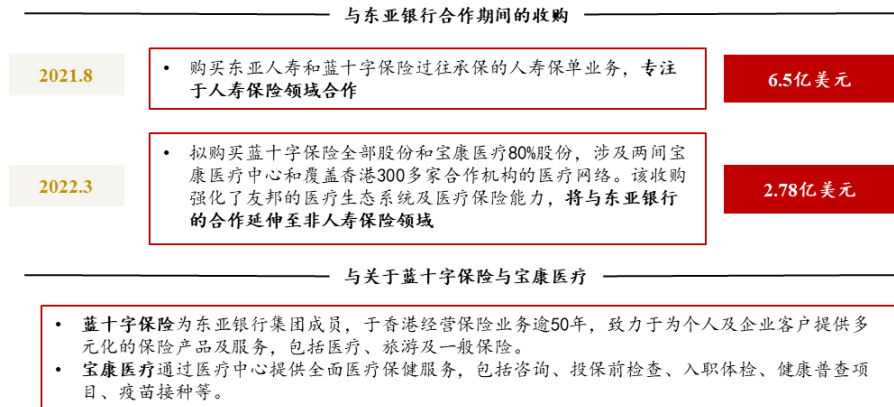


数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2.2 联合东亚强化高净值服务能力，与邮政战略合作推动渠道下沉

与东亚中国合作，强化高净值客群资源获取能力。友邦于2021年3月与东亚银行宣布达成为期15年的独家银保合作，意在借力东亚中国内地庞大的分支网络，强化高净值客群资源获取能力与友邦的大湾区竞争优势。同时作为协议的一部分，友邦同时同意从东亚银行收购其全资附属公司东亚人寿及蓝十字保险（亚太）的全部股份，其中蓝十字保险在上海和北京均有办事处。东亚中国仅在广东就有22个分行与支行，占其总数的32%，网络全面覆盖大湾区内“9+2”城市，而其业务区域分布也与友邦高度重合，60%的分行与支行位于友邦业务范围内。我们认为凭借东亚中国强大的销售渠道和广泛的客户基础，以及友邦在高质量产品矩阵及专业化银行保险队伍方面的优势，本次合作完成后将有助于双方进一步开拓内地的高净值客户市场。

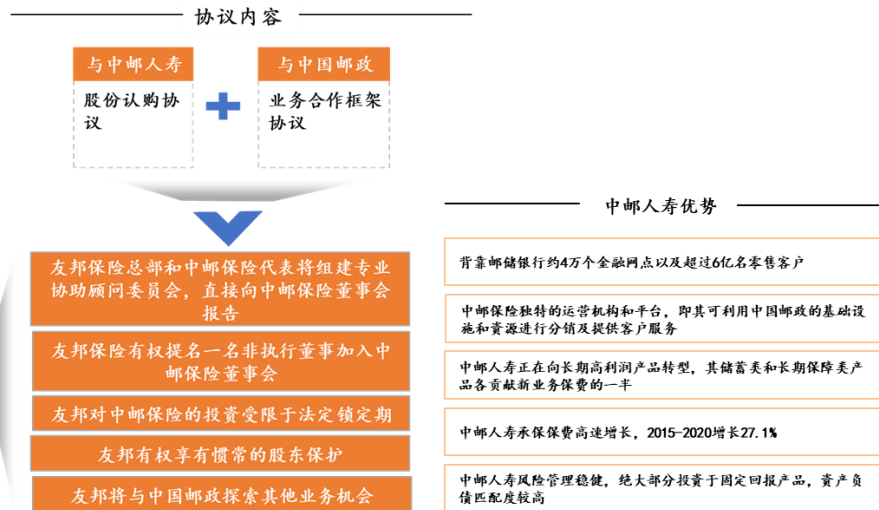
图 33：友邦与东亚银行合作期间的收购



数据来源：公司公告，东方证券研究所

入股中邮人寿实现下沉式市场布局，寻求策略互补。公司于2021年6月宣布以120.33亿人民币认购中邮人寿24.99%的股份。中邮人寿是中国邮政的子公司，依托邮政网络和资源，目前已覆盖22个省、296个地市、1690个县市，70%以上业务和服务在县及县以下地区。公司也已与邮政集团签订战略合作框架协议，探索更多业务机遇。我们认为友邦与邮政集团的战略合作，以及入股中邮人寿，有望利用自身代理分销等经验，帮助中邮拓宽业务面和分销渠道，达到客户群和分销渠道互补双赢的目的，同时中长期稳健的战略合作将推动内地银保业务的下沉式市场布局。

图 34：友邦收购中邮人寿详情



数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 东南亚：后疫情加快复苏，推动 NBV 贡献逐步深化

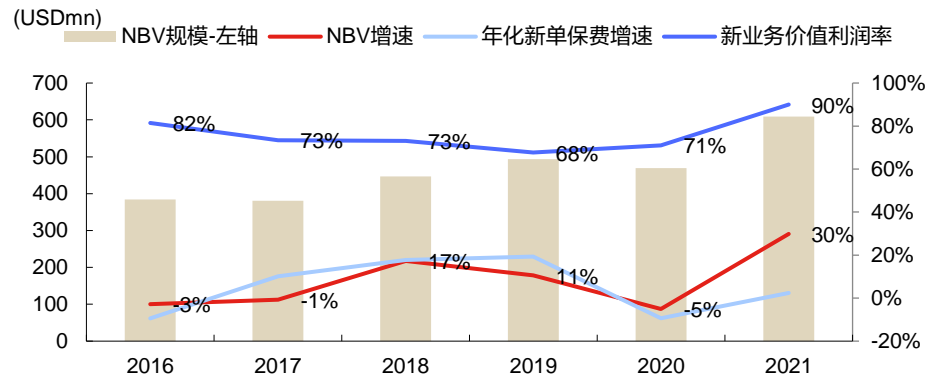
泰国、新加坡、马来西亚为公司东南亚市场的发展重点，也是除中国内地和中国香港外，NBV 贡献最为显著的地区，2021 年 NBV 贡献分别达 17%、10%和 8%，合计贡献 34%。我们认为后疫情时代，东南亚地区经济复苏节奏超预期，有望推动代理人线下展业的快速恢复，同时借助逐步升级的 TDA 实现科技赋能，共同推动 NBV 的高质量增长与贡献的持续深化。

3.3.1 泰国：稳居市场第一，后疫情 Margin 与 NBV 同步改善

稳居泰国市场第一，银保渠道优势凸显。泰国保险市场头部集中度较高，CR5 从 2015 年的 71% 升至 2020 年 75% 的绝对高位，其中友邦保险 2020 年市场份额达 24.3%，远高于第二名泰国人寿（市占率 15.2%），且市占率保持相对稳定。从渠道上来看，泰国市场银保渠道占比达 40%，整体重要性远高于其他亚太地区，而友邦与盛古银行于 2017 年签订有 15 年的分销协议，依托其 1200 余家分行推动客户群的扩大，2018-19 年 NBV 实现两位数增长。

后疫情 Margin 与 NBV 同步改善。友邦泰国维持较为优异的业务品质，新业务价值利润率持续维持在 70% 左右，2021 年伴随产品组合向传统保障和定期保费单位连结式的转变，Margin 进一步提升至 90%。此外，NBV 也在新单修复和 Margin 提升下逐步改善，2021 年增速达 30%，从规模上看疫情的负面影响已基本消散（较 2019 年提升 23%）。我们预计伴随经济秩序的快速恢复，友邦泰国业务将逐步回到快速增长轨道。

图 35：友邦泰国市场业务表现



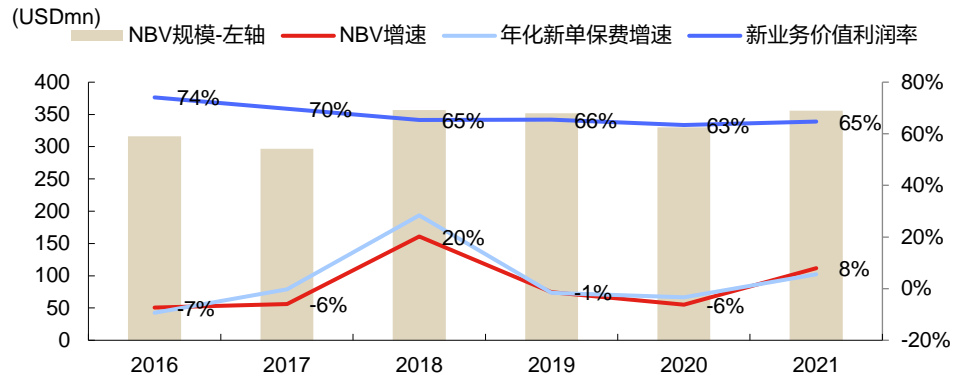
数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.3.2 新加坡：疫情冲击较温和，TDA 推动高质量发展

位列新加坡市场第三，疫情冲击较为温和且已完全恢复。新加坡人身险市场高度集中，2020 年 CR5 近 80%，其中友邦以 15% 左右的市场份额位列第三，仅次于大东方人寿和保诚。公司新业务价值利润率保持基本稳定，维持在 65% 的水平，疫情对于 NBV 的冲击也较其他市场更为温和，2020 年 NBV 仅下降 6%，且于 2021 年实现 8% 的正增长，规模上看已达到疫情前 2019 年水平。

TDA 工具不断升级，高素质增员推动价值高质量增长。公司积极开发数字化工具，例如 2019 年推出全新线上化平台赋能代理人展业，并在疫情初期实现 100% 远程销售，大幅缓解疫情带来的实际冲击；21 年中推出的数字化招聘平台大大简化招聘流程，经此方式的队伍招募超过 60%，利于高质量增员与代理人留存。此外，公司还与新加坡管理大学推动课程合作，为高质量增员夯实基础。

图 36：友邦新加坡市场业务表现



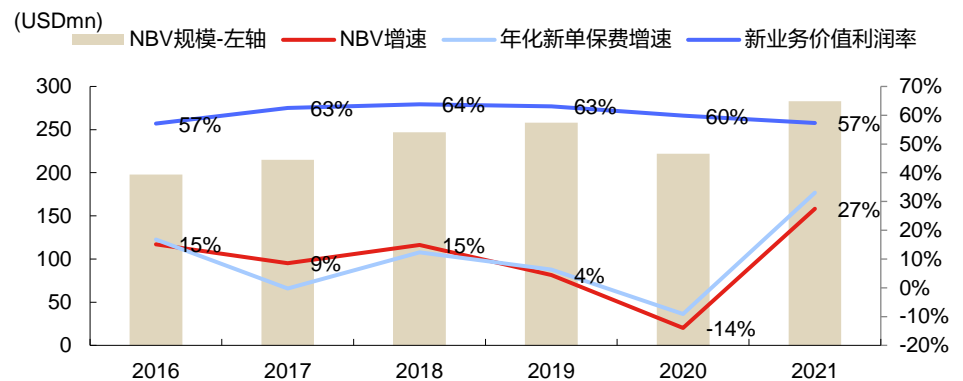
数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.3.3 马来西亚：科技赋能推动新单修复，NBV 较疫情前增长 10%

投资连结险需求旺盛抵消疫情冲击。据马来西亚人寿保险协会数据，20 年初疫情对马来西亚人身险增速形成冲击，2020 全年新业务保费同比下降 3.2%，但其中投资连结式保险增长 1% 对冲疫情对传统保险和团体保险的冲击，后两者分别同比下降 10% 和 4%。投资连结式保险兼具保障与投资属性，新业务占比不断提升至 42%，成为最受欢迎的险种。

与 ZA Tech 合作加速科技赋能，NBV 较疫情前实现 10% 增长。公司与 ZA Tech 于 2020 年 12 月建立新的区域科技合作伙伴关系，借助其专业的技术知识以及专利系统“Graphene”，协助公司更迅速地开发并分销场景化和数码化保险产品。疫情后的业务复苏进度较为可观，2021 年 NBV 同比增速达 27%，规模上看已较 2019 年疫情前水平增长 10%。

图 37：友邦马来西亚市场业务表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年利润与内含价值指标预测做如下假设：

1) 寿险业务: 公司业务多区域布局, 境外经济有序恢复推动新单需求回暖, 保费与 NBV 同步提升; 境内推动新省市分公司开业, 同时与邮政集团战略合作加码, 渠道下沉蕴含较大业务空间。我们预计公司 2022-24 年在中国内地、中国香港、泰国这前三大业务区域的首年期交保费增速分别为-7.9%/10.0%/10.0%、14.4%/14.9%/15.0%、9.5%/12.6%/12.6%; 此外, 对此三个地区总加权保费增速预测为 11.0%/11.0%/6.5%、1.5%/2.6%/1.1%、4.3%/5.1%/3.0%。

2) 投资业务: 公司 2021 年由于保费下滑拖累投资资产积累, 但 2022 年随着境外疫情恢复与境内多地新布局落地, 投资资产增长重回常态, 我们预计 2022-24 年投资资产增速分别为 7.6%/7.4%/6.2%。

3) 内含价值: 受疫情影响, 公司 1Q22 新业务价值利润率同比下降 7.6pp 至 54.4%, 我们认为疫情影响仍将延续, 对 2022-24 年新业务价值利润率预期为 57.3%/56.9%/56.9%, 对 NBV 增速预测为 1.2%/11.3%/12.2%。此外, 我们认为存量业务内含价值预期回报率保持相对稳定, 维持在 6.75%水平。

表 7: 友邦保险核心盈利预测指标假设

(百万美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
首年期交保费同比增速					
中国内地	-4.6%	17.9%	-7.9%	10.0%	10.0%
中国香港	-57.4%	-15.3%	14.4%	14.9%	15.0%
泰国	-12.8%	-1.5%	9.5%	12.6%	12.6%
新加坡	-6.8%	9.4%	12.5%	12.6%	12.6%
马来西亚	-1.2%	31.2%	12.8%	12.8%	12.9%
其他市场	8.3%	-2.5%	18.4%	13.1%	13.2%
合计	-23.3%	3.8%	7.6%	12.5%	12.6%
总加权保费同比增速					
中国内地	17.0%	24.5%	11.0%	11.0%	6.5%
中国香港	-0.5%	-8.7%	1.5%	2.6%	1.1%
泰国	2.5%	-0.8%	4.3%	5.1%	3.0%
新加坡	5.9%	11.2%	5.2%	6.4%	4.3%
马来西亚	3.5%	11.9%	17.6%	9.7%	2.5%
其他市场	4.4%	9.1%	4.6%	6.0%	4.4%
合计	4.1%	4.1%	5.7%	6.2%	3.5%
APE 增速					
中国内地	-4.5%	16.7%	-7.8%	10.0%	10.0%
中国香港	-53.1%	-1.9%	12.3%	13.1%	13.8%
泰国	-12.2%	3.3%	9.4%	12.5%	12.6%
新加坡	-3.8%	8.9%	9.2%	10.2%	10.5%
马来西亚	-0.9%	31.2%	12.4%	12.8%	12.9%
其他市场	9.7%	-1.9%	17.5%	13.5%	13.6%
合计	-21.3%	6.7%	7.4%	12.1%	12.3%
投资资产规模	282,331	292,260	314,370	337,574	358,573
YoY	16.3%	3.5%	7.6%	7.4%	6.2%

注: APE 为经年化处理的首年标准保费, 计算方式为首年期缴+10%*整付保费。

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

表 8：友邦保险收入分类预测表

(百万美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净保费及收费收入	33,328	34,444	37,444	39,844	42,577
投资回报	16,707	12,748	14,803	15,980	16,914
其他营运收益	324	333	373	418	468
总收益	50,359	47,525	52,620	56,241	59,959
YoY					
净保费及收费收入	2.2%	3.3%	8.7%	6.4%	6.9%
投资回报	16.4%	-23.7%	16.1%	7.9%	5.9%
其他营运收益	15.3%	2.8%	12.0%	12.0%	12.0%
总收益	6.6%	-5.6%	10.7%	6.9%	6.6%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 投资建议

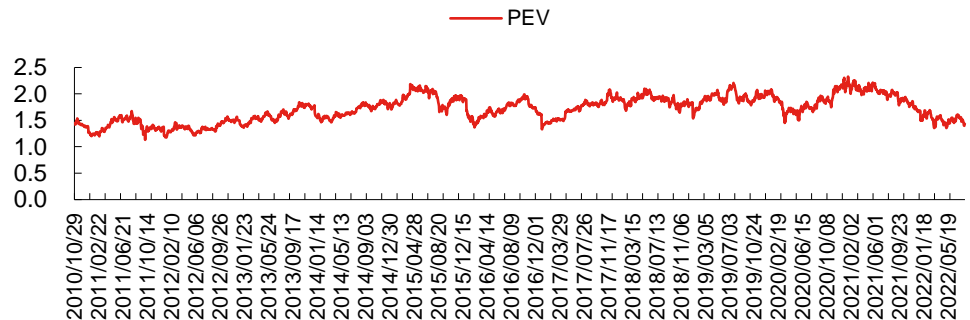
公司作为全球布局的人身保险公司，长久以来凭借优异的产品结构、高素质的代理人队伍和中高端客群，享受着较高的估值溢价，一直以来 PEV 估值在 1.8x 左右，远高于内资险企 A/H 估值水平。公司 PEV 估值处于近五年的绝低分位值附近，我们以近五年平均值作为目标 PEV 倍数，给予 2022 年 1.86x PEV 预期，按照 8 月 5 日汇率测算（港币/美元=7.85），对应目标价 101.08 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：友邦保险股价历史 PEV 平均数及分位值

	时间段	数值
平均值	上市以来	1.71
	2014 年以来	1.81
	近五年	1.86
分位值	上市以来	13.1%
	2014 年以来	1.2%
	近五年	1.3%

注：统计时点为 2022 年 8 月 5 日。

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：友邦保险历史 PEV


数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

5. 风险提示

1) **新单销售不及预期。**新单销售低迷，影响代理人收入，产能下滑导致脱落率升高，进而影响队伍稳定。此外，NBV 增速低迷也拖累新业务价值倍数中枢水平。

2) **利率市场大幅波动。**保险资金追求稳健投资的属性要求其更多投向债券市场，利率市场大幅波动会影响债券投资表现。

3) **权益市场大幅波动。**保险公司重要利源之一的投资利差来自于投资端的业绩波动，若 A 股出现系统性下跌，分红险收益下滑，影响客户收益与险企业绩，此外也对公司当期利润和净资产造成不利影响。

4) **政策风险。**保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表						资产负债表					
单位:百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净保费及收费收入	33,328	34,444	37,444	39,844	42,577	投资	282,331	292,260	314,370	337,574	358,573
投资回报	16,707	12,748	14,803	15,980	16,914	无形资产	2,634	2,914	3,091	3,280	3,479
其他营运收益	324	333	373	418	468	递延承保及启动成本	27,915	28,708	31,522	33,438	35,323
总收益	50,359	47,525	52,620	56,241	59,959	其他资产	13,241	15,992	17,631	19,438	20,410
净保险及投资合约给付	(34,739)	(30,055)	(33,150)	(35,541)	(38,095)	总资产	326,121	339,874	366,614	393,730	417,786
佣金及其他承保开支	(4,402)	(4,597)	(4,817)	(5,069)	(5,254)	保险合同负债	223,071	239,423	257,749	275,733	291,422
营运开支	(2,695)	(3,031)	(3,102)	(3,316)	(3,463)	投资合约负债	12,881	11,860	11,118	10,560	10,201
财务费用	(292)	(357)	(353)	(390)	(426)	借贷	8,559	9,588	10,601	11,721	12,342
其他开支	(944)	(1,006)	(1,535)	(1,651)	(1,732)	回购协议的债项	1,664	1,588	1,756	1,941	2,044
总开支	(43,072)	(39,046)	(42,956)	(45,967)	(48,970)	其他负债	16,278	16,481	18,222	20,147	21,215
分占联营合营公司亏损前溢利	7,287	8,479	9,664	10,274	10,990	总负债	262,453	278,940	299,446	320,103	337,225
分占联营合营公司亏损	(17)	(11)	0	0	0	股本	14,155	14,160	14,163	14,167	14,170
税前溢利	7,270	8,468	9,664	10,274	10,990	其他权益	49,045	46,307	52,538	58,993	65,924
税项开支	(1,491)	(991)	(1,404)	(1,516)	(1,662)	归母净资产	63,200	60,467	66,701	73,161	80,094
净利润	5,779	7,477	8,260	8,759	9,328	非控股权益	468	467	467	467	467
归母净利润	5,779	7,427	8,213	8,712	9,281	总权益	63,668	60,934	67,168	73,628	80,561
少数股东损益	0	50	47	47	47	总负债和总权益	326,121	339,874	366,614	393,730	417,786

内含价值预测表						主要财务指标					
单位:百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
期初内含价值	61,985	65,247	72,987	82,835	93,722	P/EV	1.81	1.62	1.42	1.25	1.11
新业务价值	2,765	3,366	3,407	3,791	4,252	PE	20.44	15.82	14.29	13.47	12.65
内含价值预期回报	4,176	4,402	4,924	5,589	6,323	PB	1.86	1.94	1.76	1.60	1.47
营运经验差异	533	451	505	573	648	ROE	9.78%	12.01%	12.92%	12.46%	12.11%
财务费用	(247)	(309)	(346)	(392)	(444)	ROA	1.89%	2.23%	2.33%	2.29%	2.29%
其他营运溢利	16	(14)	0	0	0	每股净资产 (美元)	5.28	5.05	5.57	6.11	6.69
内含价值营运溢利	7,243	7,896	8,490	9,560	10,779	每股收益 (美元)	0.48	0.62	0.69	0.73	0.78
投资回报差异	(1,868)	1,293	1,446	1,642	1,857	每股集团 EV (美元)	5.41	6.05	6.92	7.83	8.87
经济假设变动的影响	(1,013)	434	485	551	623	每股 NBV (美元)	0.23	0.28	0.28	0.32	0.36
其他非营运差异	(330)	1,200	1,342	1,523	1,724	净保费收入增速	2.20%	3.35%	8.71%	6.41%	6.86%
内含价值溢利总额	4,032	10,823	11,764	13,276	14,984	归母净利润增速	-3.35%	28.52%	10.58%	6.07%	6.53%
股息	(1,997)	(2,147)	(2,260)	(2,732)	(2,888)	归母净资产增速	15.02%	-4.32%	10.31%	9.68%	9.48%
其他变动影响	1,227	(936)	344	344	344	内含价值增速	5.26%	11.86%	13.49%	13.14%	13.27%
期末内含价值	65,247	72,987	82,835	93,722	106,161	新业务价值增速	-33.44%	21.74%	1.21%	11.28%	12.17%

资料来源：东方证券研究所

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。

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。

本报告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