

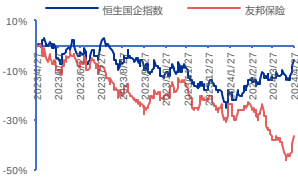
非银金融 | 公司研究
2024 年 4 月 29 日

买入
维持

市场数据：2024 年 4 月 26 日

收盘价（港币）	54.0
恒生中国企业指数	6270
52 周最高/最低价（港币）	85.5/46.0
H 股市值（亿港元）	6069
流通 H 股（百万股）	11238
汇率（人民币/港币）	1.08

股价表现：



资料来源：Wind

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com
孙冀齐 A0230523110001
sunjq@swsresearch.com

联系人

孙冀齐
(8621)23297818x
sunjq@swsresearch.com

NBV 超预期，新增 20 亿美元回购大超预期

友邦保险 (01299.HK)2024 年一季度最新情况点评

事件：友邦保险公布 2024 年一季度最新情况，NBV 增速亮眼，新增 20 亿美元回购计划大超预期。公司公布优化的资本管理政策：1) 以年度产生的自由盈余净额的 75%为目标派付率，自 2024 年全年业绩起，每年通过股息和股份回购向股东返还资本；保持派息政策不变，每股普通股股息总额按年度增长。2) 定期监视资本状况，退还超出需要的资本。董事会已批准在现有股份回购计划中增加 20 亿美元，在可行的情况下尽快展开，预计在约 12 个月内完成。截至 4 月 29 日，此前宣布的 100 亿美元回购计划已完成回购 81.7 亿美元，预计剩余的 18.3 亿美元回购计划将于年内完成。

业绩延续强劲复苏态势，NBV 增速超预期，NBVM 止跌回升。1Q24 年公司实现 NBV/ANP（年化新保费）13.27/24.49 亿美元，yoy+31%/+26%，NBVM yoy+2.1pct 至 54.2%，实现了自 2022 年以来首次同比增长，有助于缓解市场对产品结构变化导致公司 NBVM 下降的担忧。代理人/伙伴分销渠道 NBV yoy+20%/+70%，所有分部 NBV 均取得两位数增长，细分市场来看：

1) 中国大陆：NBV yoy+38%超预期，增速显著优于中资同业。1Q24 原有业务及新设分公司均缔造广泛增长；个险渠道 NBV 实现强劲的两位数增长，新入职及活跃代理人数目增速均超 20%，银保渠道延续增势。NBVM 由 2H23 的 52.7%升至 54.6%，个险/银保 NBVM 分别约为 60%和 40%。

2 中国香港：NBV 同比大增 43%，MCV 及本地业务均实现两位数增长。NBVM 由 2H23 的 58.1%升至 64.3%，MCV 及本地业务 NBV 约为 1:1，均实现两位数增长；其中，3 月实现自恢复通关以来最高单月 NBV。1Q24MCV 业务动力强劲，超过 4Q23 水平，代理人渠道 NBV 贡献占比超 60%。

3) 新马泰及其他市场：NBV 均实现两位数增长。泰国市场 NBVM 超 90%，保持强劲；新加坡市场延续强劲增势，缔造卓越的 NBV 增长，新入职代理人人数 yoy+14%，活跃新代理人人数增速超 20%。马来西亚市场代理人及伙伴分销渠道实现双增；其他市场均实现两位数的 NBV 增长。

投资审慎，表现相对稳健。公司债券组合高度多元化，涵盖超 2000 名发行人，平均持有规模为 3900 万美元。截至 3 月末，债券组合的 2%为投资级别以下或未获评级债券，价值约为 39 亿美元，约 1.32 亿美元的债券（占全部债券组合的 0.1%）于 1Q24 降至投资级别以下。截至 3 月末，债券组合的预期信贷亏损拨备为 4.85 亿美元，占该债券组合的 0.5%，Q1 内无变化。

投资分析意见：公司基本面表现强劲，成长性优于同业，外资情绪回暖有望推动估值修复，维持“买入”评级，调升盈利预测。公司估值提振的三重催化齐备：1) 超预期增加 20 亿美元回购计划；2) NBV 增速超预期，NBVM 止跌回升，展现强劲增长动能；3) 外资情绪回暖，港股市场步入修复期，公司作为外资重点关注标的，弹性优势显著。公司目标客户为中高净值人群，客需韧性强，对经济周期的敏感度弱；多元化市场布局下，业务成长的内生动能显著优于可比同业，当前影响估值的核心因素为外资对于港股市场的整体态度。投资端表现预期改善，我们调增 24-26 年归母净利润预期至 61.44 / 71.20 / 78.43 亿美元（原预测为 49.95/58.38/64.11 亿美元），维持“买入”评级。

风险提示：供给侧优化政策影响中国内地市场业绩表现；香港保监会及香港联署的联合审查影响超预期；权益市场波动、长端利率下降致使投资表现承压；港股市场大幅波动；汇率波动。

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
保险收益（百万美元）	16,319	17,514	18,969	20,604	22,466
同比增长率（%）	-	7.3%	8.3%	8.6%	9.0%
归母净利润（百万美元）	3,331	3,764	6,144	7,120	7,843
同比增长率（%）	-	13.0%	63.2%	15.9%	10.2%
EPS（美元/股）	0.24	0.27	0.43	0.50	0.55
EVPS（美元/股）	4.86	4.76	4.74	4.98	5.34
PE	29.35	25.98	15.91	13.73	12.47
PEV	1.42	1.45	1.46	1.39	1.29

注：Wind，申万宏源研究；新会计准则口径，EPS 为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

表 1：预测友邦保险合并利润表

单位：百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保险收益	16319	17514	18969	20604	22466
保险服务开支	-10434	-12078	-12666	-13716	-14907
所持再保险合约的开支/收入净额	-419	-345	-362	-380	-399
保险服务业绩	5466	5091	5941	6508	7160
利息收益	7267	7820	8241	8636	9050
其他投资回报	-38647	4941	6742	7145	7579
金融资产减值亏损净额	-233	-195	-214	-205	-209
投资回报	-31613	12566	14769	15577	16421
保险合约的财务开支净额	30957	-10456	-10576	-10762	-11382
所持再保险合约的财务开支净额	67	65	51	52	55
投资合约负债的变动	1106	-572	-610	-640	-672
合并投资基金第三方权益的变动	34	-56	0	0	0
投资业绩净额	551	1547	3634	4227	4422
收费收入	138	114	148	177	213
其他运营收益	301	294	371	445	534
其他开支	-1896	-1752	-1930	-2026	-2127
其他财务费用	-385	-463	-486	-510	-536
占联营及合营公司亏损前溢利	4175	4831	7678	8821	9665
占联营及合营公司亏损/溢利	-121	-267	-214	-171	-137
税前溢利	4054	4564	7464	8650	9528
税项开支	-689	-783	-1275	-1477	-1627
税后溢利	3365	3781	6190	7173	7901
归属公司净利	3331	3764	6144	7120	7843

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：预测友邦保险合并资产负债表

单位：百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
金融投资	235954	248958	262488	278877	296314
投资物业	4600	4504	4279	4065	3862
现金及现金等价物	8969	11525	12222	13078	13993
保险及再保险合同资产	7800	7504	7879	8273	8687
其他资产	13148	13828	13878	14001	14191
总资产	270471	286319	300746	318294	337047
保险及再保险合同负债	183305	203607	213804	224513	235759
投资合约负债	11986	9170	10150	10657	11190
借贷	11206	11800	12390	13010	13660
其他负债	18826	20148	24018	26225	27959
总负债	225323	244725	260362	274405	288567
总权益	45148	41594	40383	43889	48479
减非控股权益	476	483	447	486	537
归属于母公司股东权益	44672	41111	39936	43403	47942
负债及权益合计	270471	286319	300746	318294	337047

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。