



友邦保险 (01299.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

发展壁垒稳固，有望迎来价值重估

投资逻辑

友邦业务覆盖亚太地区 18 个市场，经营及财务表现稳健。1) 新单保费与 NBV 底部周期有韧性，2023 年来重回高速增长，2024 年 NBV Margin 企稳回升。2019 年开始受香港社会事件、公共卫生事件等因素 NBV 承压，2018-2022 年 4 年 NBV 复合增速为-6%，但好于内地其他寿险公司。在公共卫生事件因素消除、香港通关、内地预定利率切换下 2023-24 年 NBV 重回双位数正增长，2024Q1-3 NBV 同比+20%，NBV Margin 开始企稳回升。2) 得益于新业务价值的稳定增长以及存量高价值保单的稳定摊销，营运利润实现平稳增长。2024H1，公司税后归母营运利润同比+3.5%（固定汇率口径同比+7%）。3) 公司内含价值的成长性和可信性兼具。友邦投资回报假设和贴现率假设根据市场收益率变动及时调整，以保证价值评估的审慎性。且资产负债久期缺口较小，其内含价值和新业务价值的利率敏感性远低于内地上市公司。NBV 增长稳健及营运差异优秀，使得友邦的 ROEV 维持在较高位。4) 公司资本管理政策优化，股东回报的可预期性、稳定性提升。友邦自上市以来分红额稳定提升，分红率提升至 35% 以上。2024 年 4 月友邦发布优化的资本管理政策及加大股份回购计划，以年度产生的自由盈余净额之 75% 作为目标派付率，每年通过股息和股份回购向股东返还资本。以此测算，预计 2024-2026 年股东回报率分别为 7.4%、6.5%、5.8%（假设 25、26 年额外回购 20 亿美元）。

友邦保险的核心优势：优越的公司治理为发展根基；最优代理人构筑护城河；深耕高潜力的亚太地区；负债成本更低，且利差依赖度优于同业；资产端全球配置，长期投资收益更有保证。友邦中国未来发展有三大增量：1) 银保独家/战略伙伴携手共进，网点布局扩宽客群；2) 紧抓税优窗口，拓展中高产新客户；3) 展业区域自 2024 年来快速扩张，预计未来友邦中国的长期增长优于行业平均水平。友邦香港通关政策调整后，内地居民储蓄需求旺盛叠加香港产品更高的分红预期，新马泰价值率整体稳定叠加新单保费稳定增长，未来 NBV 均有望维持双位数左右增长。

盈利预测、估值和评级

预计 2024-2026 年友邦 NBV 增速分别为 17%、9%、10%，归母营运利润增速分别为 9%、9%、8%，EV 增速分别为 3%、5%、7%。截至 3 月 13 日，友邦保险 2025 年 PEV 为 1.18X，位于 2018 年估值分位的 10%。此前外资减持主要源于不看好中国经济，以及中产崩塌、储蓄险热销下价值率下降下的中国内地未来经营。当前中国内地价值率已呈现回升态势、友邦 NBV 增长稳健且利差压力较小。以 DeepSeek 为代表的中国科技强势崛起，带动中概股与港股市场走出修复行情，国际大行纷纷在研报中“看多中国资产”，友邦估值也有望随之修复。结合历史经验来看，当前友邦保险 ROEV 约为 12% 左右、营运利润 ROE 约 15% 左右，预计 1.5XPEV 为合理估值，对应目标价 81.10 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

前端销售不及预期；权益市场波动；中国内地管理层变动或会对负债端业绩产生短期影响。

国金证券研究所

分析师：夏昌盛 (执业 S1130524020003)

xiachangsheng@gjzq.com.cn

分析师：舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：黄佳慧 (执业 S1130525010001)

huangjihui@gjzq.com.cn

市价 (港币)：62.800 元

目标价 (港币)：81.10 元



主要财务指标 (美元)

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
保险收益 (亿元)	163.19	175.14	187.92	197.72	208.10
(+/-)YoY(%)		7.3%	7.3%	5.2%	5.3%
归母净利润 (亿元)	33.31	37.64	54.26	60.95	66.70
(+/-)YoY(%)		13.0%	44.1%	12.3%	9.4%
新业务价值 (亿元)	30.92	40.34	47.26	51.50	56.76
(+/-)YoY(%)		-8.1%	30.5%	17.1%	9.0%
EPS (元)	0.31	0.35	0.51	0.57	0.62
EVPS (元)	6.44	6.31	6.52	6.86	7.33
ROE		8.8%	13.1%	14.5%	15.2%
P/E	25.95	22.97	15.93	14.18	12.96
P/EV	1.26	1.28	1.24	1.18	1.10

来源：公司公告、iFinD，国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：专注亚太市场，百年老店基业长青.....	6
1.1 公司发展历程：专注亚太市场的百年老店.....	6
1.2 股权结构：股权高度分散，管理层决策灵活性高.....	6
1.3 财务表现：保险业务盈利能力坚挺，营运利润实现平稳增长.....	7
1.4 股东回报：资本管理政策优化，可预期性、稳定性提升.....	9
二、核心优势一：优越的公司治理为发展根基.....	10
2.1 管理团队：高比例独董决策客观，管理架构立足本地赋能.....	10
2.2 激励机制：长短期相结合，确保管理层与公司利益一致.....	12
三、核心优势二：最优代理人构筑护城河.....	13
四、核心优势三：深耕高潜力的亚太地区.....	13
4.1 友邦中国：NBV 常年保持高增，目前为 NBV 第二大贡献.....	14
4.2 友邦香港：公共卫生事件退散与业务复苏驱动 NBV 贡献率强势回归首位.....	18
4.2.1 MCV 业务：价升量减，整体业务存在较大修复空间.....	19
4.2.2 友邦香港本地：银保占比低市占率下滑，队伍与业绩有望逐步修复.....	21
4.3 新马泰：价稳量升，未来增长稳定性强.....	22
4.3.1 新加坡：成熟市场，预计长期将维持稳健增长.....	22
4.3.2 马来西亚：整体市场处于修复通道，增长中枢稳步上移.....	24
4.3.3 泰国：保费增速回暖，价值率存在优势.....	25
五、核心优势四：负债成本更低，且利差依赖度优于同业.....	28
六、核心优势五：资产端全球配置，长期投资收益更有保证.....	29
七、估值与投资建议.....	31
7.1 盈利预测.....	31
7.2 估值及投资建议.....	33
八、风险提示.....	34

图表目录

图表 1：友邦各区域子公司开业与持股情况.....	6
图表 2：AIA 持股比例 5%以上股东均为机构投资者.....	6
图表 3：友邦保险大股东持股较为稳定.....	7
图表 4：友邦保险归母营运利润情况.....	7
图表 5：新会计准则下营运利润来源拆解（百万美元）.....	7
图表 6：友邦保险历年 NBV 及增速情况.....	8



图表 7: 友邦保险历年年化新单保费情况	8
图表 8: 友邦保险 NBV Margin 企稳回升	8
图表 9: 友邦内含价值情况	9
图表 10: 友邦 ROEV 及结构	9
图表 11: 友邦主要市场长期投资回报假设、风险贴现率假设和当期市场情况	9
图表 12: 友邦保险分红情况	10
图表 13: 友邦保险自由盈余净增加额	10
图表 14: 友邦保险 2024-2026E 股东回报测算	10
图表 15: AIA 董事会人员信息	11
图表 16: 业务经营以集团、区域、国家首席执行官三层架构负责经营管理	12
图表 17: AIA 管理层及员工薪酬激励制度历年变化	12
图表 18: 友邦集团 CEO 薪酬结构	13
图表 19: 2023 年友邦集团 CEO 薪酬构成 (美元)	13
图表 20: 友邦集团历年 MDRT 人数及排名	13
图表 21: 2024 年 MDRT 人数 top10 (人)	13
图表 22: 友邦保险新单保费区域结构	14
图表 23: 友邦保险 NBV 区域结构	14
图表 24: 友邦中国业务表现 (百万美元)	14
图表 25: 上市险企 NBV Margin 对比 (标准保费口径)	14
图表 26: 2024 年内地险企 MDRT 会员人数对比	15
图表 27: 友邦中国营销员发展策略历程	15
图表 28: 友邦人寿培养计划	15
图表 29: 友邦人寿 AIA U 培训体系	16
图表 30: 友邦中国银保渠道拓展成效显著	17
图表 31: 友邦中国个人养老金业务成效 (2024H1 代理人渠道 NBV 结构)	17
图表 32: 友邦人寿分公司市占率变化	18
图表 33: 2022 年友邦人寿分区域市占率	18
图表 34: 友邦各分公司成立时间与 2024 年以来获批筹建分支公司情况	18
图表 35: 友邦香港 NBV 情况	19
图表 36: 友邦香港新单保费情况	19
图表 37: 友邦香港 NBV Margin 企稳回升	19
图表 38: 香港 MCV 业务新单保费情况	19
图表 39: 香港 MCV 业务新单保单情况	19
图表 40: 香港 MCV 业务新单保费险种结构	20
图表 41: 香港 MCV 业务新单保单险种结构	20



图表 42:	香港市场与友邦香港新单保费渠道结构	21
图表 43:	友邦香港市场 MDRT 数量位居前列	21
图表 44:	友邦香港离岸业务市占率 (规模保费口径)	21
图表 45:	友邦香港在岸新单业务市占率及排名情况	22
图表 46:	2024Q1-3 香港主要险企新单保费渠道结构	22
图表 47:	新加坡个人寿险新单保费规模及增速	22
图表 48:	新加坡保险深度及密度	22
图表 49:	新加坡个人寿险产品结构 (投连与非投连口径)	23
图表 50:	友邦新加坡产品结构	23
图表 51:	新加坡寿险行业产品结构	23
图表 52:	友邦新加坡业务表现	23
图表 53:	友邦新加坡市场份额变化	23
图表 54:	新加坡新单保费渠道结构	24
图表 55:	马来西亚寿险保费规模及增速	24
图表 56:	马来西亚保险深度及密度	24
图表 57:	马来西亚寿险业务产品结构	25
图表 58:	马来西亚寿险业务渠道结构	25
图表 59:	友邦马来西亚业务表现	25
图表 60:	友邦马来西亚保险市占率	25
图表 61:	泰国寿险保费情况 (百万泰铢)	26
图表 62:	泰国总保费渠道结构	26
图表 63:	友邦泰国总保费产品结构	26
图表 64:	泰国总保费产品结构	26
图表 65:	友邦泰国业务表现情况	26
图表 66:	泰国市场集中度情况	26
图表 67:	友邦泰国代理人计划	27
图表 68:	友邦负债成本远低于同业	28
图表 69:	2024H1 总投资资产构成	28
图表 70:	2024H1 友邦保险 NBV 产品结构均衡	28
图表 71:	友邦保险 NBV 敏感性远低于同业	28
图表 72:	友邦保险利源结构丰富	29
图表 73:	净投资收益率对比	29
图表 74:	总投资收益率对比	29
图表 75:	2024H1 友邦各地区总资产分布 (百万美元)	30
图表 76:	友邦保险总投资资产分帐户构成	30



图表 77: 保单持有人及股东的资产大类配置.....	30
图表 78: 投连账户资产大类配置.....	30
图表 79: 2024H1 债券结构 (按债券种类分).....	31
图表 80: 2023 年债券整体评级情况.....	31
图表 81: 2023 年政府机构和公司债券评级情况.....	31
图表 82: 2013-2024H1 友邦债券剩余期限结构.....	31
图表 83: 友邦保险 NBV 预估.....	32
图表 84: 友邦保险营运利润预测.....	32
图表 85: 友邦保险 EV 预测.....	32
图表 86: 友邦 PEV 估值与 NBV、营运利润增速情况.....	33
图表 87: 上市险企 PEV 估值对比.....	34



一、公司概况：专注亚太市场，百年老店基业长青

1.1 公司发展历程：专注亚太市场的百年老店

友邦保险是亚洲最大的寿险公司，其业务范围覆盖了亚太地区 18 个市场，超过 4200 万份个人和 1800 万团体客户，其中超 300 万名客户可享受友邦人寿健康及养老服务。其发展历史如下：1) 起源及早期布局：友邦保险自 1919 年创立于上海，二战前在中国香港和新加坡成立分公司（并在 1947 年将总部迁至中国香港），二战后逐步在东南亚、韩国、澳大利亚、新加坡等地开展业务。2) 重返中国市场：1992 年，恢复在中国内地业务，并成为中国内地首家取得牌照的外资寿险公司。3) 独立上市与全球化扩张：友邦于 2010 年在香港联交所独立上市，加速区域布局，逐步发展为泛亚地区最大寿险集团。4) 深耕内地与战略升级：2020 年，将中国内地业务改建为独资寿险子公司——友邦人寿，并加速拓展各地分公司。

图表1：友邦各区域子公司开业与持股情况

地区	开业时间（年）	持股比例
中国香港	1931	100%
新加坡	1931	100%
泰国	1938	100%
菲律宾	1947	100%
马来西亚	1948	100%
文莱	1957	100%
澳大利亚	1972	100%
新西兰	1981	100%
中国澳门	1982	100%
印度尼西亚	1984	100%
韩国	1987	100%
中国台湾	1990	100%
中国大陆	1992	100%
越南	2000	100%
印度	2001	49%
斯里兰卡	2012	100%
柬埔寨	2015	100%
缅甸	2019	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 股权结构：股权高度分散，管理层决策灵活性高

友邦股权高度分散，自主市场化经营优势显著。截至 2024H1，友邦保险持股超过 5% 的大股东为 6 个，合计持股 44.38%，均为机构长期财务性投资，并未干预公司日常经营决策。其中最大股东为纽约梅隆银行，持股比例 10.29%，自 2019 年来增持 1.44pct。分散的股权结构以及大股东的财务投资性质，有利于发挥管理层决策的自主性与灵活性，为公司的稳健经营、市场化运行奠定了坚实基础。

图表2：AIA 持股比例 5% 以上股东均为机构投资者

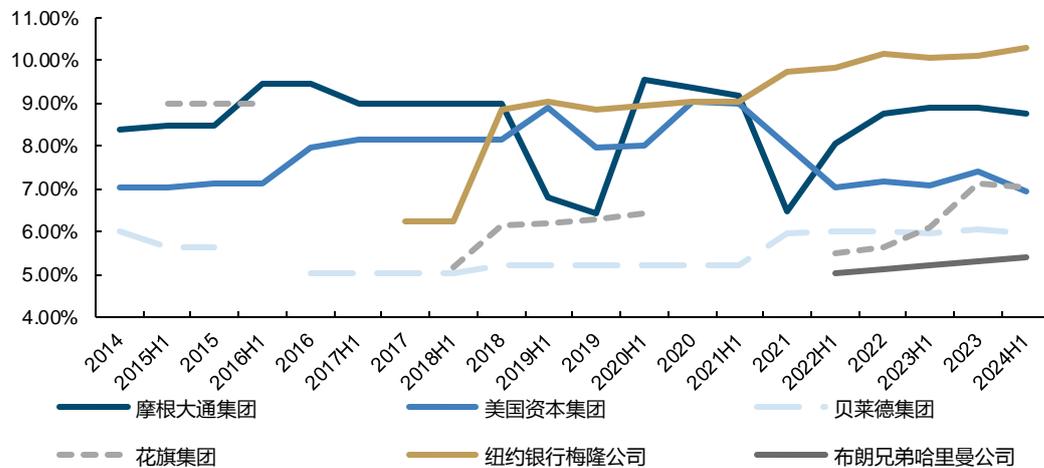
重要股东名称	占总股本比例	股东类型
纽约银行梅隆公司	10.29%	机构
摩根大通集团	8.77%	机构
花旗集团	7.02%	机构
美国资本集团	6.93%	机构
贝莱德集团	5.97%	机构
布朗兄弟哈里曼公司	5.40%	机构



重要股东名称	占总股本比例	股东类型
合计	44.38%	-

来源：iFinD，国金证券研究所

图表3：友邦保险大股东持股较为稳定

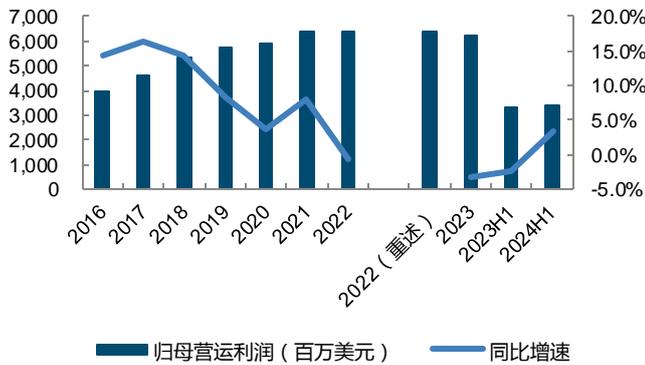


来源：iFinD，国金证券研究所

1.3 财务表现：保险业务盈利能力坚挺，营运利润实现平稳增长

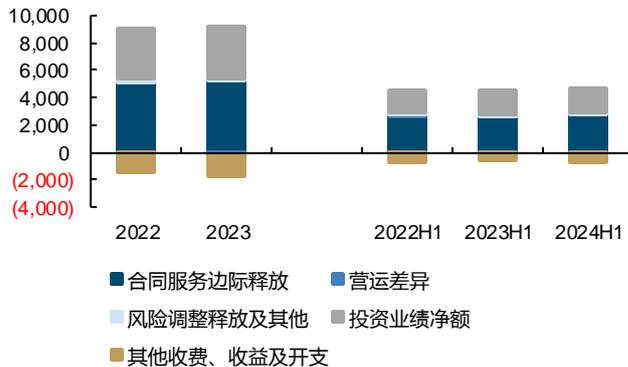
新业务价值的稳定增长以及存量高价值保单的稳定摊销驱动营运利润增长稳健。营运利润2010-2022年12年复合增速达11.6%，自2019年开始增速放缓至个位数，主要受利率下行背景下新增固收资产收益降低、新业务增长放缓影响，2022年起受公共卫生事件导致赔付支出增加影响负增。2024H1，公司税后归母营运利润同比+3.5%（固定利率口径同比+7%），其中保险合同服务边际释放+6.3%（释放率9.5%，同比持平），整体看公司保险业务盈利能力较为坚挺。

图表4：友邦保险归母营运利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：新会计准则下营运利润来源拆解（百万美元）

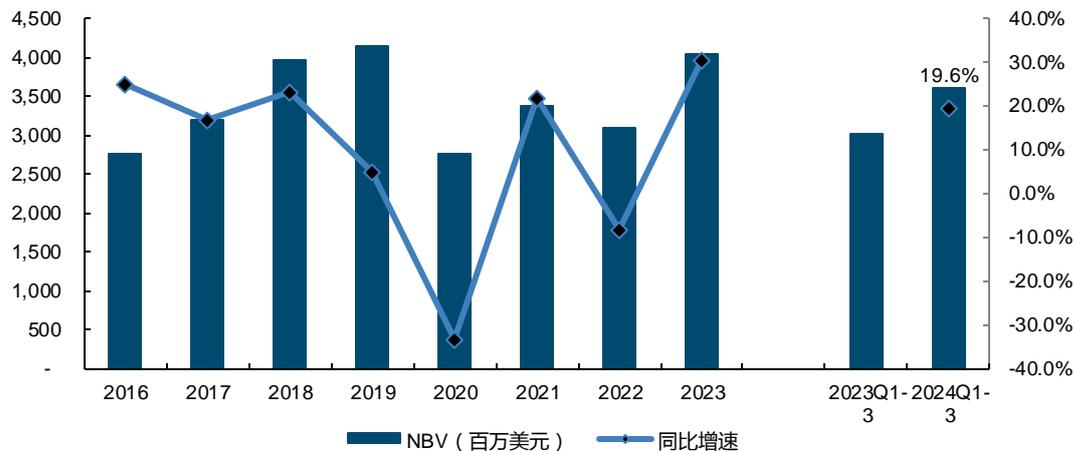


来源：公司公告，国金证券研究所

新单保费与NBV底部周期有韧性，2023年来重回高增长，2024年NBV Margin企稳回升。2010-2018年，友邦NBV快速攀升，CAGR为25%；2019年开始受香港社会事件、公共卫生事件等因素波动较大，且随着中国内地与香港产品切换（储蓄险热销、重疾险低迷），集团NBV margin整体下滑，从高点的62.9%下滑至2023年的52.6%，2018-2022年4年NBV复合增速为-6%。在公共卫生事件因素消除、香港通关、内地预定利率切换下23年NBV同比+30%实现高增。2024Q1-3友邦NBV同比+19.6%，其中年化新保同比+14.1%，NBV margin同比提升2.4pct至53.3%，主要受益于产品组合的正面转向。

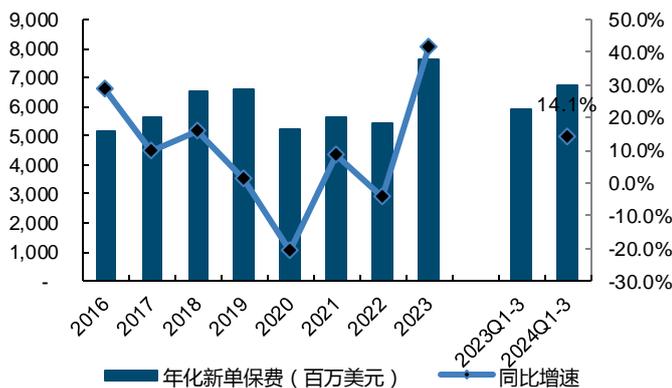


图表6: 友邦保险历年NBV及增速情况



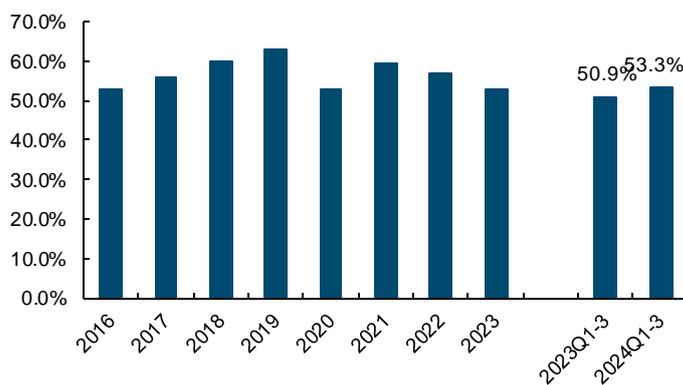
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 友邦保险历年年化新单保费情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 友邦保险NBV Margin企稳回升

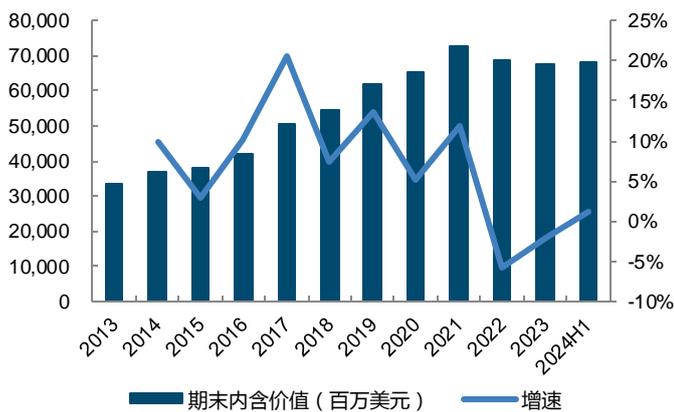


来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 按标准保费计算的新业务价值率

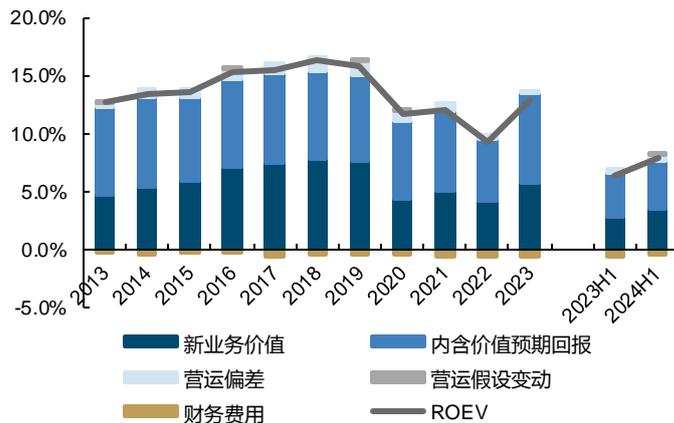
内含价值成长性和可信性兼具。友邦的内含价值的增长由于投资偏差导致波动性较大。且由于友邦的EV精算假设与中国内地的保险公司有差异, 主要体现在友邦的贴现率和投资收益率假设较为及时的反映各市场利率的变动, 而中国内地保险公司的上述假设长期锁定, 使得友邦EV增速整体低于平安等内地上市公司。1) 成长性: 整体而言友邦内含价值受投资偏差影响波动较大, 2022年来公司提出的百亿股份回购计划也致使EV增速进一步放缓, 2021-2023年复合增速下降至-3.9%。但ROEV更能代表内含价值的成长性, NBV持续高增长及营运差异优秀(友邦的谨慎的营运假设和精细化的管理), 使得友邦的ROEV维持在较高位。2) 可信度: 友邦投资回报假设和贴现率假设根据市场收益率变动及时调整, 以保证价值评估的审慎性。另外, 友邦的资产负债久期缺口较小, 其内含价值和新业务价值的利率敏感性远低于内地上市公司。



图表9: 友邦内含价值情况



图表10: 友邦 ROEV 及结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表11: 友邦主要市场长期投资回报假设、风险贴现率假设和当期市场情况

	假设的风险贴现率 (%)			假设的长期投资回报 (%)					
	2024H1	2023	2023H1	10 年期政府债券			当地股票		
				2024H1	2023	2023H1	2024H1	2023	2023H1
AIA 澳洲	7.92	7.93	7.43	3.80	3.80	3.30	8.10	8.10	7.60
AIA 中国	9.14	9.16	9.67	3.50	3.50	3.70	8.80	8.80	9.30
AIA 香港	7.96	7.97	7.45	3.50	3.50	3.00	8.00	8.00	7.50
AIA 印尼	13.12	13.17	13.13	7.50	7.50	7.50	12.00	12.00	12.00
AIA 韩国	8.68	8.81	8.86	3.00	3.00	3.00	7.30	7.30	7.30
AIA 马来西亚	8.74	8.80	8.86	4.50	4.50	4.50	9.10	9.10	9.10
AIA 新西兰	7.85	7.85	7.39	3.80	3.80	3.30	8.30	8.30	7.80
AIA 菲律宾	12.10	12.10	12.10	6.00	6.00	5.80	10.80	10.80	10.80
AIA 新加坡	7.36	7.38	7.22	3.10	3.10	2.90	7.60	7.60	7.40
AIA 斯里兰卡	14.70	14.70	21.00	10.00	10.00	10.00	12.00	12.00	12.00
AIA 台湾	7.62	7.62	7.64	1.50	1.50	1.50	6.10	6.10	6.10
AIA 泰国	7.77	7.81	8.00	3.40	3.40	3.20	8.10	8.10	8.20
AIA 越南	9.55	9.54	9.55	4.00	4.00	4.00	9.30	9.30	9.30

来源: 公司公告, 国金证券研究所

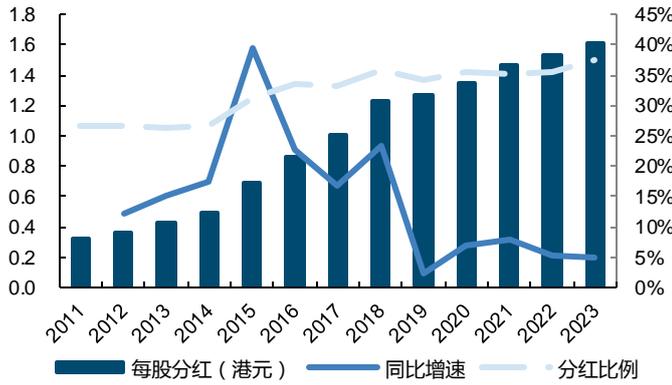
1.4 股东回报: 资本管理政策优化, 可预期性、稳定性提升

友邦自上市以来分红额稳定提升, 分红额从 2019 年开始进入个位数增长时代, 但分红率从 27% 提升至 35% 以上。2024 年 4 月, 友邦发布优化的资本管理政策及加大股份回购计划, 该计划提出: 1) 以年度产生的自由盈余净额之 75% 作为目标派付率, 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。2) 定期检视资本状况, 并返还超出需要的资本, 已批准在现有股份回购计划中增添 20 亿美元至 120 亿美元。2 月 12 日, 友邦保险公告 120 亿美元回购计划已完成。

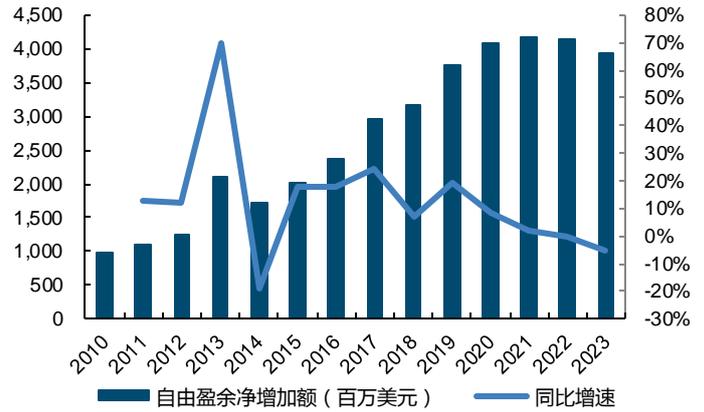
假设公司每年通过股份回购+股息方式分配每年新增自由盈余的 75%, 2025 和 2026 年再分别额外追加 20 亿美元股份回购计划, 预计 2024-2026 年友邦股东回报总额分别为 65.28、57.17、51.14 亿美元, 对应股东回报率分别为 7.4%、6.5%、5.8%。



图表12: 友邦保险分红情况



图表13: 友邦保险自由盈余净增加额



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 分红比例为营运利润口径

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 友邦保险 2024-2026E 股东回报测算

(百万美元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
期初自由盈余	14,917	13,473	17,025	17,850	16,329	13,729	12,128
收购及其他事项影响	-18	-2,430	-200	-238			
释放弹性准备金			3,400				
提前采纳香港风险为资本制度			4,403				
产生自由盈余	5,843	6,451	6,039	6,041	6,343	6,660	6,993
拨付新业务所用自由盈余	-1,428	-1,712	-1,274	-1,328	-1,556	-1,695	-1,869
未分配集团总部开支	-173	-273	-250	-302	-332	-365	-402
其他资本变动	-166	-300	-371	-479	-527	-580	-638
未计及投资回报差异及股息的自由盈余	18,975	15,209	28,772	21,544	20,257	17,749	16,213
新增净自由盈余	4,076	4,166	4,144	3,932	3,928	4,020	4,085
基于自由盈余的可分配股份回购+股息					2,946	3,015	3,064
股息	1,997	2,147	2,259	2,293	2,385	2,480	2,579
股份回购						562	535
额外的股份回购计划			3,562	3,629	4,143	2,675	2,000
股份回购+股息总额	1,997	2,147	5,821	5,922	6,528	5,717	5,114
股东回报率	2.3%	2.4%	6.6%	6.7%	7.4%	6.5%	5.8%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、核心优势一：优越的公司治理为发展根基

2.1 管理团队：高比例独董决策客观，管理架构立足本地赋能

董事会独立、多元、资深，有利于跨区域拓展与形成全面的市场洞见。截至当前，友邦董事会共有 13 位，包括 1 名执行董事，及 12 名背景涵盖政商界、保险界、财务、投资等跨地区多个领域独立非执行董事，在确保董事会客观决策的同时，也为 AIA 的发展提供了人脉和宝贵的行业经验，有利于公司跨区域业务的拓展。

管理架构立足于本地赋能的授权文化，集团将权力下放至各个子公司和分公司，精简管理结构，提高运营效率。公司业务经营由集团首席执行官、区域首席执行官和国家首席执行官三个层级进行管理，集团 CEO 以满足公司发展目标为纲，为各个区域制定发展轨迹和运营目标；区域 CEO 对各个子公司负责，向下派发运营目标，并对子公司的运营进行指导；子公司 CEO 负责除审计、合规以外的职能管理。人才运用上，各子公司从当地招聘寿险专业人士，展现才能后有机会升至总公司或其他区域担任要职，人才向上流动或跨区流动路径畅通。2024 年 11 月 22 日，友邦保险公告称，任命友邦人寿总经理兼首席执行官张晓宇为区域首席执行官，负责友邦保险于中国内地、韩国和越南经营的业务。


图表15: AIA 董事会人员信息

姓名	现任职务	工作经历
谢仕荣先生	独立非执行主席及独立非执行董事	现任友邦慈善基金的董事，为集团效力超过 60 年，历任友邦的总裁、首席执行官、名誉主席等职务
李源祥先生	执行董事、集团首席执行官兼总裁	现任集团内多家公司的董事，曾任中国平安执行董事、联席 CEO、首席保险业务执行官，中信保诚总经理
苏泽光先生	独立非执行董事	现任华润电力控股有限公司独立非执行董事，并担任香港机场管理局主席及香港特区政府特首顾问团成员，曾任瑞信大中华区独立高级顾问及行政长官创新及策略发展顾问团非官方成员
周松岗先生	独立非执行董事	现任香港特区输入优秀人才及专才咨询委员会主席，香港特别行政区政府人力资源规划委员会非官方委员，曾任香港特别行政区行政会议非官守议员，香港特别行政区政府成立的金融领导委员会委员，香港交易及结算所有限公司主席，
John Barrie HARRISON 先生	独立非执行董事	曾任国泰航空有限公司独立非执行董事，香港科技大学顾问委员会荣誉委员，曾任 Grosvenor Asia Pacific Limited 独立非执行董事，BW Group Limited 独立非执行董事，BW LPG Limited 副主席
杨荣文先生	独立非执行董事	现任拼多多公司独立董事及 Creative Technology Ltd、丰益国际独立非执行董事，曾任 New Yangon Development Company Limited 的董事，任三菱商事株式会社国际顾问委员会成员，Kerry Group Limited 的高级顾问，Brunswick Group LLP 的地缘政治倡议高级顾问。
刘遵义教授	独立非执行董事	曾任 Semiconductor Manufacturing International 独立非执行董事，远传电信独立非执行董事，香港中文大学蓝饒富暨蓝凯丽经济学讲座教授，香港中文大学（深圳）高等金融研究院理事会理事长，香港特区汇基金咨询委员会辖下货币发行委员会委员，曾任中海油独立非执行董事
Narongchai AKRASANEE 博士	独立非执行董事	现任 AIA 泰国顾问委员会主席，MekongInstitute 指导委员会主席及理事会副主席，泰国太平洋经济合作理事会全国委员会主席，泰国孔敬本科理事会主席，曾任泰国能源部部长、商务部部长及议员
Cesar Velasquez PURISIMA 先生	独立非执行董事	现任 Ayala Land, Inc.、Universal Robina Corporation 及 Jollibee Foods Corporation 独立董事，三井住友银行全球咨询委员会委员，菲律宾共和国新加坡管理学院国际顾问委员会成员，马尼拉国际学校受托人委员会成员，MilkenInstitute 亚洲委员
孙洁女士	独立非执行董事	现任携程集团首席执行官兼董事会成员，Tripadvisor, Inc. 和 MakeMyTrip 董事，曾任爱奇艺和好未来独立董事
Mari Elka PANGESTU 女士	独立非执行董事	现任印度尼西亚大学的国际经济学教授，哥伦比亚大学的客席高级研究学者以及 University of Prasetiya Mulya 的教授，印度尼西亚经济研究局的咨询委员会成员、太平洋经济合作印度尼西亚全国委员会的联席主席、印度尼西亚四海一家公益基金及战略与国际研究基金中心的受托人委员会成员，以及香港大学亚洲环球研究所的杰出院士。
王宗智先生	独立非执行董事	现任新加坡的会计与企业管制局主席，GIC Private Limited 的风险委员会成员、大华银行有限公司的独立非执行董事以及 Arab Regional Payments Clearing and Settlement Organization 的独立董事。曾任中央公积金局、新加坡土地管理局、市区重建局、建屋发展局的董事会
Nor Shamsiah MOHD YUNUS 女士	独立非执行董事	现任马来西亚 INCEIF 大学校长，曾任马来西亚中央银行董事会、货币政策委员会、金融稳定委员会、金融稳定执行委员会、储备管理委员会、风险管理委员会及数字科技委员会的主席，曾代表该行出任马来西亚存款保险机构的当然董事、东南亚中央银行研究与培训中心董事会主席，及马来西亚审核监管局非执行成员。

来源：公司官网，国金证券研究所



图表16: 业务经营以集团、区域、国家首席执行官三层架构负责经营管理



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 激励机制：长短期相结合，确保管理层与公司利益一致

友邦管理层的收入主要包括基本薪金、短期奖励、长期奖励、福利津贴和雇员购股计划，通过长期和短期薪酬机制、员工持股计划来保证管理层与公司的利益一致。短期奖励引导管理层关注当年核心指标，包括NBV、基本自由盈余、税后营运溢利；长期奖励以3年为一个业绩考核期，考核内容与公司的长期战略目标相一致，引导管理层稳健经营。长期奖励占薪资比例基本在55%以上，且长期奖励+短期奖励的占比达到总薪资的85%，因此能够实现公司管理层和股东、董事会的目标和利益高度一致。

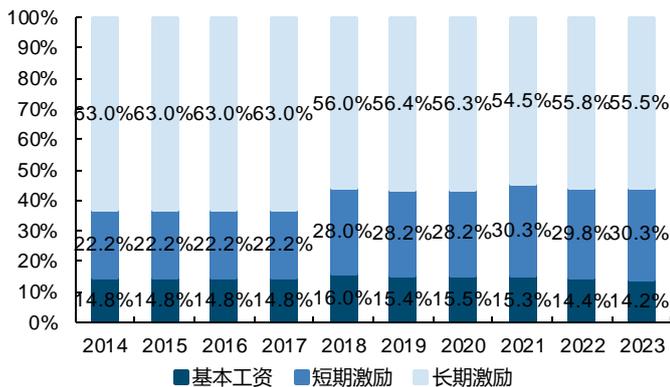
图表17: AIA 管理层及员工薪酬激励制度历年变化

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
基本工资	基本工资为根据职位和同业惯例，按月支付的固定现金薪酬												
短期奖励	短期奖励以现金支付，考核指标权重：新业务价值59%、额外内含价值增长23%、税后营运溢利18%	考核权重调整为：新业务价值60%、额外内含价值增长15%、税后营运溢利25%		考核权重调整为：新业务价值60%、额外内含价值增长10%、税后营运溢利30%					考核权重调整为：新业务价值60%、基本自由盈余15%、税后营运溢利25%				
长期奖励	长期奖励分为授予受限制股份单位和授予购股权两种。受限制股份的归属比例取决于按照如下指标及权重拟定的三年期业绩考核：新业务价值(1/3)、内含价值权益(1/3)、相对股东回报总额(1/3)。												
员工持股	员工购股计划主要政策： ①合格雇员可选择购买公司股份，公司每两股配送一股，所获得股份三年后才归属雇员； ②三年归属期结束前离职的雇员(除了被确定为“正常离职者”)公司配送部分的股份将被没收； ③雇员年度的最高购买限额为基本薪金的5%或每年15,000美元(取二者的最小值)。								①取消的离职没收配送股份的条款，更改为：若受限股份归属时雇员仍受雇于集团，则按照持有的受限股份单位获得一股配送； ②雇员年度的最高购买限额调整为基本薪金的8%或每年117,000港元(取二者的最小值)。				
福利津贴	福利津贴包括退休金计划、医疗及人寿保险、使用公司汽车及司机等												

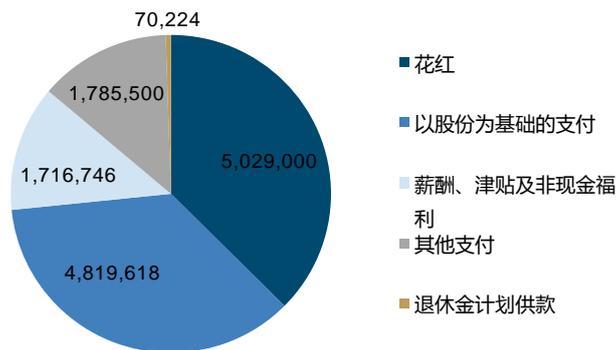
来源：公司公告，国金证券研究所



图表18: 友邦集团 CEO 薪酬结构



图表19: 2023 年友邦集团 CEO 薪酬构成 (美元)



来源: 公司历年年报, 国金证券研究所, 注: 2011-2017 为 CEO 杜嘉琪薪资, 2018-2019 为 CEO 黄经辉薪资, 2020-2023 为 CEO 李源祥薪资

来源: 公司公告, 国金证券研究所

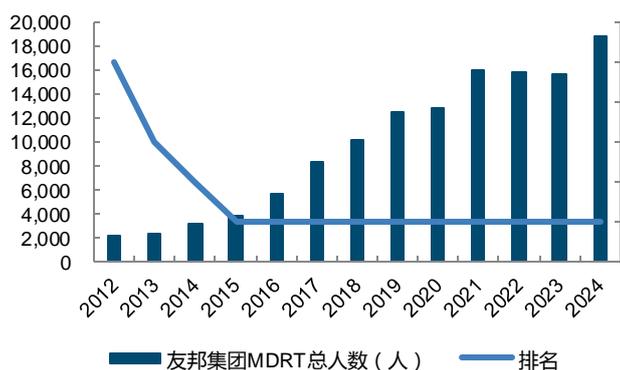
三、核心优势二：最优代理人构筑护城河

友邦代理人渠道始终践行旨在提升代理的活跃度和生产力水平的最优代理人策略。从代理人的招募、管理、培训均坚持贯彻精英路线，代理人具有优质的资质、客群，以及专业的客户经营能力和销售能力。同时，友邦推出新型科技及数码工具，支持代理人更好地进行客户经营、生涯管理和团队管理。

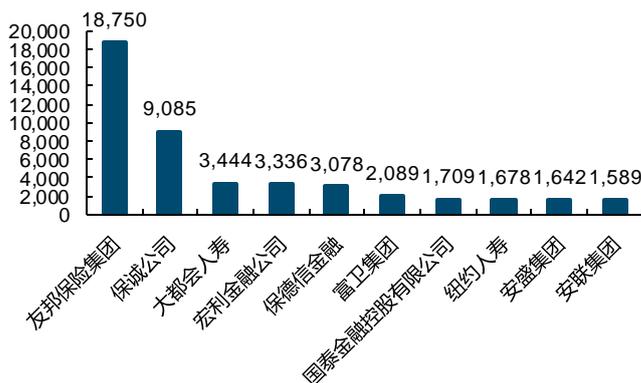
新一代代理主管是最优代理人策略的关键，旨在招聘高素质的人才，并为代理人提供量身定制的培训和明确的上升路径。友邦致力于提升各个业务市场的专业代理人数量，相关的代理主管保证实现优质招聘、培训和管理。2024 年上半年，新一代代理主管计划带来了代理主管人数的两位数增长。

友邦保险持续位居全球百万圆桌会榜首，反映最优代理人策略的成效。友邦保险 MDRT 人数逐年提升，2014-2024 十年复合增长 19.4%。2024 年友邦保险 MDRT 人数达 18750 人，全球排名第一。其中，中国内地、中国香港、泰国、印度、新加坡、马来西亚子公司 MDRT 人数分别为 4656 人、3863 人、3420 人、2584 人、1449 人、939 人。

图表20: 友邦集团历年 MDRT 人数及排名



图表21: 2024 年 MDRT 人数 top10 (人)



来源: MDRT 官网, 国金证券研究所

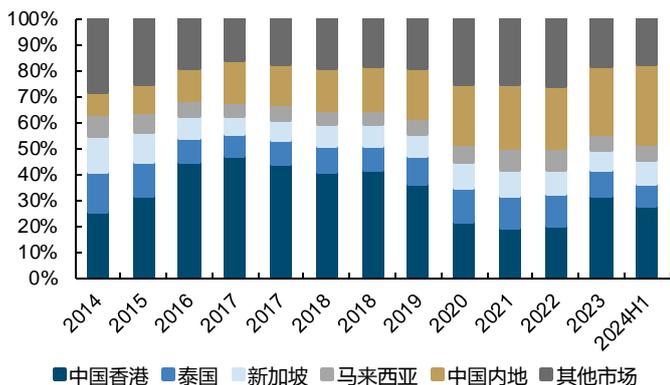
来源: MDRT 官网, 国金证券研究所

四、核心优势三：深耕高潜力的亚太地区

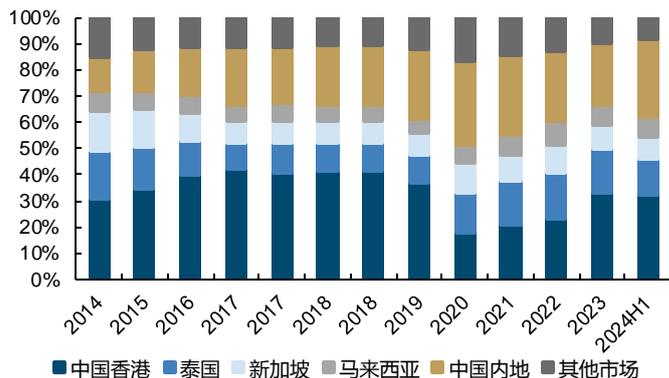
友邦保险采取多市场经营策略和因地制宜的发展策略，业务遍布亚太区内 18 个市场，在不同发展阶段的市場中的不同子公司接连发力，赋予友邦长期的增长动力，同时在某些市场的优秀经验也可以快速复制到其他市场，比如友邦中国搭建优质招聘平台的成功经验，后来在泰国、越南、马来西亚等市场推动。亚太地区劳动力丰富，整体处于人口红利释放的阶段，且总体保险业发展水平较发达国家仍有一定差距，特别是一些新兴国家整体保障水平不高，具有较大的未开发市场，可以为友邦带来持续性的需求增长。同时，多区域经营也有助于分散单一市场风险，业绩增长的稳定性强。



图表22: 友邦保险新单保费区域结构



图表23: 友邦保险 NBV 区域结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

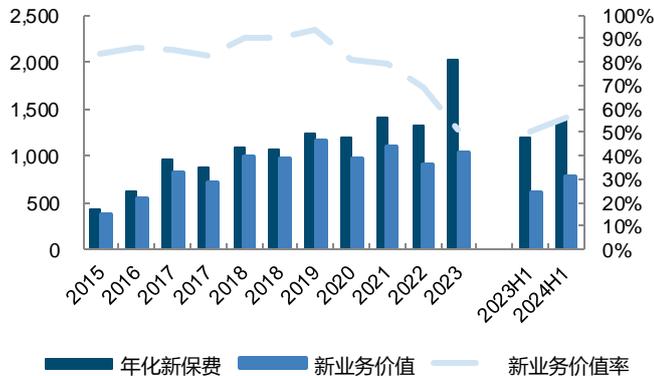
来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.1 友邦中国: NBV 常年保持高增, 目前为 NBV 第二大贡献

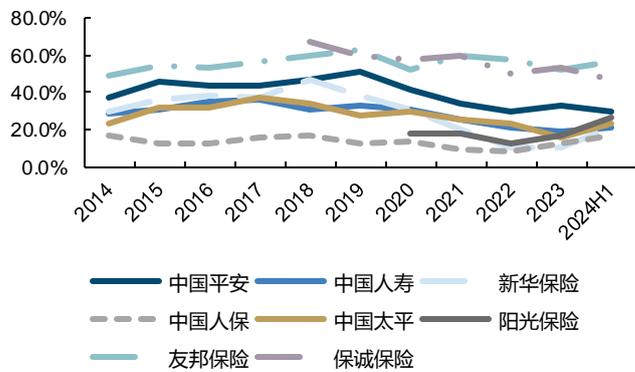
新业务价值常年保持高速增长, 2010-2019 年 NBV 复合增速达 37%, Margin 逐年提升至 93.5%, 2019-2022 年受公共卫生事件、重疾销售低迷且储蓄险热销等因素影响, 3 年复合增速为-8%, Margin 降至 69.5%。2023 年受益于预定利率切换下的储蓄险热销, 公司 NBV 同比+13%恢复正增长, 但 Margin 进一步降至 51.3%。2024H1, 预定利率下调+银保渠道降费, 友邦 Margin 同比+6.3pct 至 56.6%, 叠加新单同比+16%共同驱动 NBV 同比+30%, 对集团贡献提升 2pct 至 29.8%, 仅次于中国香港。

2010 年上市以来, 友邦中国即明确走“高价值”的发展路线, 精准定位于保险需求释放空间巨大的中高端客群, 并以此建立基于客户需求的产品体系与渠道体系, Margin 始终远高于同业。

图表24: 友邦中国业务表现 (百万美元)



图表25: 上市险企 NBV Margin 对比 (标准保费口径)



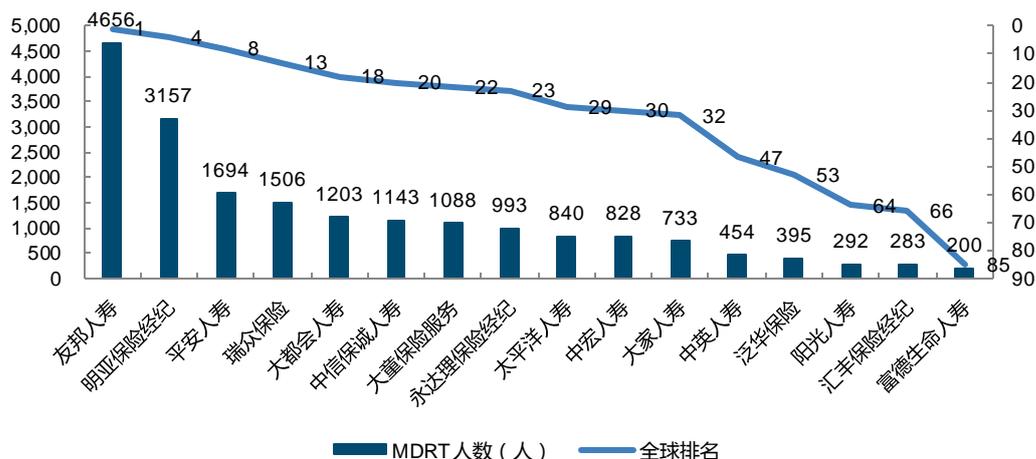
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

最优秀代理策略构筑中高产拓展核心竞争优势。中高客拓展成效良好推动代理人产能远高于同业, 2024 年友邦人寿 MDRT 会员人数达 4656 人位居全球第一。我们认为, 友邦中国高标准代理人增员导致前期人力规模增速持续低于行业, 如今其高质量代理人队伍构筑起公司最核心的竞争优势和最坚实的壁垒。目前寿险行业发展模式从“人海红利”向“人才红利”转变, 友邦人寿未来将充分享受高产能代理人驱动的价值增长。

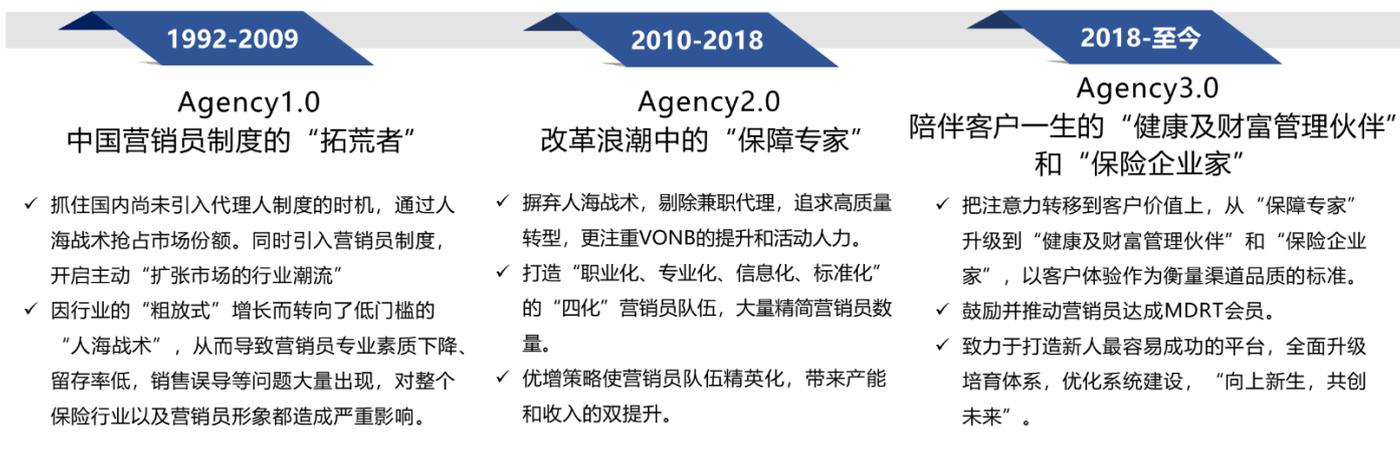


图表26: 2024 年内地险企 MDRT 会员人数对比



来源: 慧保天下, 国金证券研究所

图表27: 友邦中国营销员发展策略历程



来源: 友邦人寿官网, 国金证券研究所

友邦人寿自 2010 年起实行“最优秀代理”策略, 主要内容涵盖招募要求、培训体系、薪酬机制等方面:

从招募要求上看, 友邦人寿坚持优增优育理念, 严格把控新进代理人的素质结构。在部分重点城市, 友邦明确要求提升求职者学历和年龄要求, 确保人才基础扎实且具有较高的专业素养, 同时根据各地实际情况, 灵活调整非一线城市的人才准入条件。据 2023 年友邦人寿企业社会责任报告, 友邦人寿 90%的营销员拥有大专及以上学历。

从培训体系来看, 友邦人寿致力于通过差异化的培训不断提升代理人的专业素质和活跃水平。从 2018 年的“营销员 3.0”到 2022 年的“卓越营销员 3.0”, 友邦着重代理人专业销售能力与客户经营能力的培养, 要求代理人经历 NPA2.0(铂金人才计划)、NPL2.0(卓越主管培育系统)、MOM2.0(总监营业部经营系统)及“基业长青”传承培训计划成为“保险专家顾问”。在营销培训上, 2020 年起友邦携手高校机构推出 AIA U 培训体系, 运用智能科技打造保险专属培训课程与认证体系, 为代理人提供寿险规划师、健康管理师、财务规划师、养老规划师和卓越主管五条认证通道, 实现专业化、智能化和品牌化的深度融合。截至 2023 年, 代理人培训覆盖率 98%, 新人实现培训全覆盖, AIAU 系统代理人人均学时约 40 小时, 持续强化营销队伍建设。

高标准、严格把控新人的招聘方式, 差异化、体系化的培训机制, 不仅确保了友邦代理人具备扎实的专业素质和活跃水平, 也构建了一支年轻、富有活力的高素质代理人团队, 为长期可持续发展提供了坚实的人才支撑。

图表28: 友邦人寿培养计划

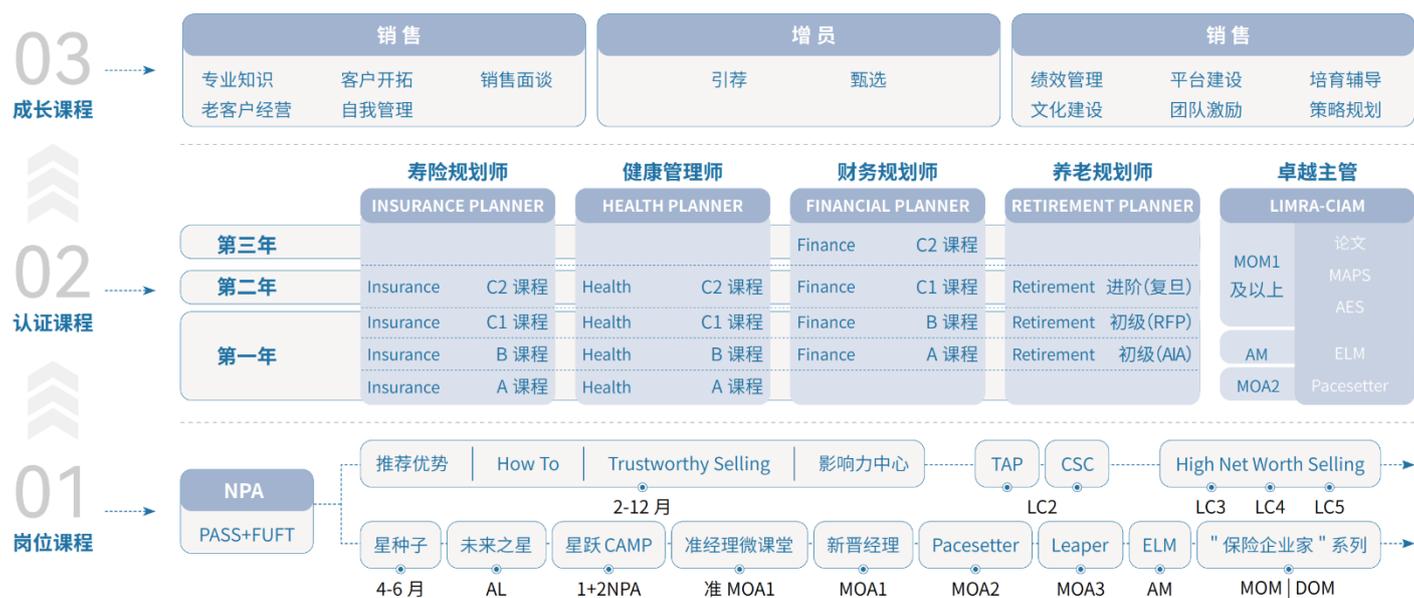
培训阶梯计划	主要内容与目标
--------	---------



NPA2.0	铂金人才计划	该计划针对刚进入公司的新人。目前友邦招募新人的标准已经提高，针对文化知识水平较高的人才又提供了长达12个月的课程，分为体验培训、快速起步、技能发展，涵盖保险理念、专业知识、市场实战，注销工具、心态习惯等全方面课程，让入门新人更快、更专业地进入保险领域，开拓新市场。
NPC	赋能卓越营销员	让代理人在掌握技能之后，目标转向深耕市场、高净值市场。在不同的领域内面对不同的客户，可以提供优质服务，提高业绩的同时，并能够成为M-Club会员。
NPL2.0	卓越主管培育系统	通过系统的培训课程，帮助业务主管建立管理思维体系，培养领导力，同时引进了在保险业内具有国际影响力和知名度的权威机构GAMA及LIMRA的核心课程，并结合中国业务发展状况，量身打造国际认证课程，助力业务主管创造一支愿景明确、价值观一致、系统健全的卓越团队，成长为保险企业家。
MOM2.0	总监营业部经营系统 “基业长青”传承计划	卓越营销员未来将成长为具有领导力的团队管理者，将保障理念世代传承。

来源：经保洞察，国金证券研究所

图表29：友邦人寿AIA U培训体系



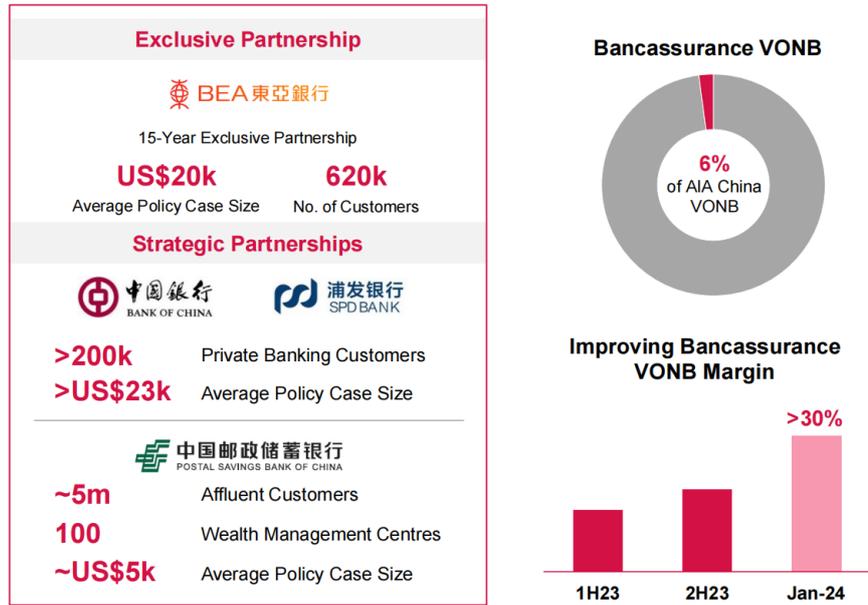
来源：友邦人寿官网，国金证券研究所

友邦中国未来发展有三大增量：1) 渠道增量，即扩展银保渠道；2) 紧抓税优窗口，拓展中高产客户增量；3) 区域增量，展业区域自2024年来快速扩张。

银保增量：银保独家/战略伙伴携手共进，网点布局扩宽客群。公司银保渠道整体仍处于快速拓展阶段，通过独家合作与战略伙伴多举措并进，掘金高净值客群，报行合一后，2024年1月银保价值率已提升至30%以上。截至2024H1，友邦中国银保渠道客均业务规模已经达到1.9万美元。1) 独家银保合作：2021年7月，公司与东亚银行（中国）达成15年独家银保合作，推出首批寿险产品，利用东亚银行的强大销售网络和客户基础开拓市场。2) 战略合作伙伴：与中国银行、浦发银行、邮储银行达成战略合作伙伴关系，其中中国银行和浦发银行的合作将为公司带来超过20万的高净值私人银行客户，平均保单规模将超过2.3万美元；邮储银行则专注于与财富管理中心合作，针对银行内更高端的客户群。



图表30: 友邦中国银保渠道拓展成效显著

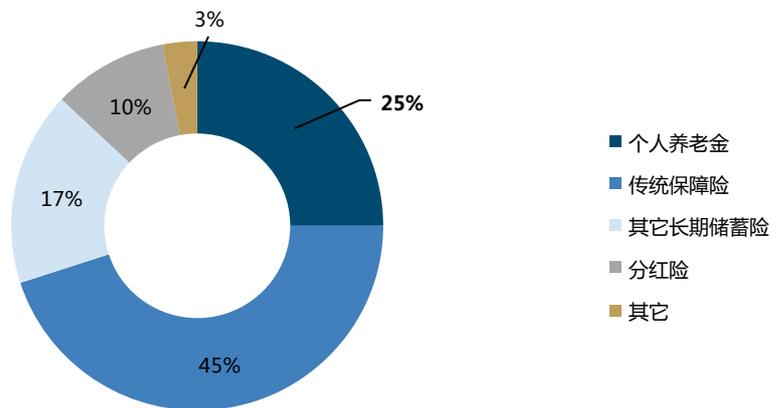


来源: 友邦 2023 年业绩发布会 PPT, 国金证券研究所

客户增量: 紧抓“税优”窗口, 拓展中高产新客户。真正践行以客户为中心, 敏锐抓住个人养老金政策目标群体与公司目标客群(中高净值客户)匹配度高的特性, 通过代理人渠道拓展个人养老金业务蓝海。至 2023 年末, 公司个人养老金产品已覆盖 15 万客户, 且其 NBV Margin 超过 65%, 并助力新客户拓展取得双位数增长。

友邦中国在 2023 年推出了两项可扣税的个人养老金产品, “友邦优享年年年金保险”和“友邦优享未来两全保险”; 2024 年公司顺势推出税优健康护理险产品, 与个人养老金产品共同推动新客户增长 25%, 其中 78% 的客户购买了保障保单, 预计后续税优产品拓客成效有望进一步显现。

图表31: 友邦中国个人养老金业务成效 (2024H1 代理人渠道 NBV 结构)

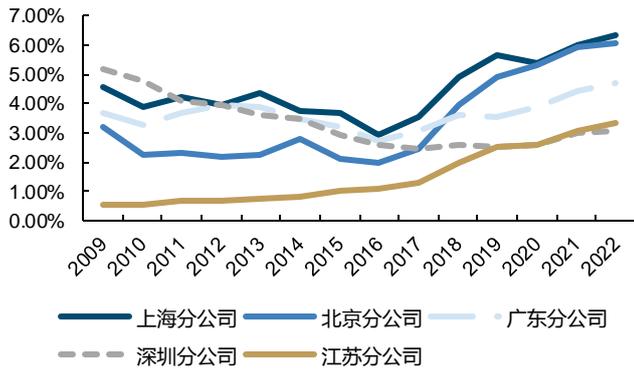


来源: 公司业绩发布会 PPT, 国金证券研究所

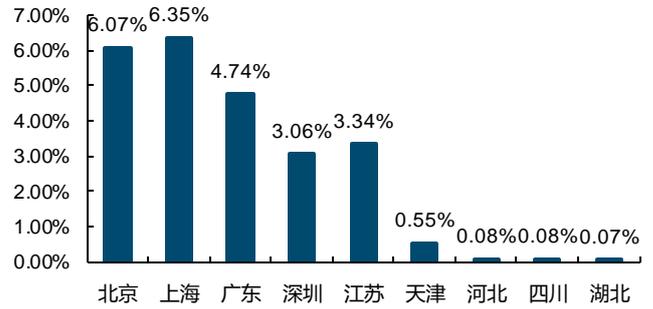
区域增量: 展业区域持续扩张, 且市场份额有望提升。2020 年友邦人寿实现“分改子”, 并计划进一步扩张业务版图, 聚焦二、三线城市, 重点布局 10-12 个新的省市(除分改子前已设机构外), 后续经营区域及市场份额有望持续提升, 且新展业地区市占率提升空间大。2020 年至 2023 年, 公司经营区域已从 5 个省市拓展至 10 个, 获得了 1.1 亿目标客户。2024 年分支公司开设步伐明显加快, 目前友邦已获监管部门批准, 在安徽省、山东省、浙江省和重庆市筹建分公司, 未来公司业务进入内地 13 个省份及直辖市, 展业获客空间持续扩大。



图表32: 友邦人寿分公司市占率变化



图表33: 2022年友邦人寿分区城市市占率



来源:《保险年鉴》, 国金证券研究所

来源:《保险年鉴》, 国金证券研究所

图表34: 友邦各分公司成立时间与2024年以来获批筹建分支公司情况

时间	分支公司	状态
1992年	上海分公司	正式开业
1995年	广东分公司	正式开业
2000年	深圳分公司	正式开业
2002年	北京分公司	正式开业
2002年	江苏分公司	正式开业
2020年“分改子”		
2021年3月	四川分公司	正式开业
2021年10月	湖北分公司	正式开业
2022年2月	天津分公司	正式开业
2023年4月	河南分公司	正式开业
2023年10月	河北分公司	正式开业
2024年1月	湖北襄阳中心支公司	正式开业
2024年4月	四川泸州中心支公司	正式开业
2024年4月	湖北宜昌中心支公司	正式开业
2024年10月	河北唐山中心支公司	获批筹建
2024年11月	江苏淮安中心支公司	正式开业
2024年12月	山东分公司	正式开业
2024年12月	湖北荆州中心支公司	获批筹建
2025年2月	广东梅州中心支公司	获批筹建
2025年2月	安徽分公司	正式开业
2025年2月	重庆分公司	正式开业
2025年3月	浙江分公司	正式开业
2025年3月	郑州中心支公司	获批筹建

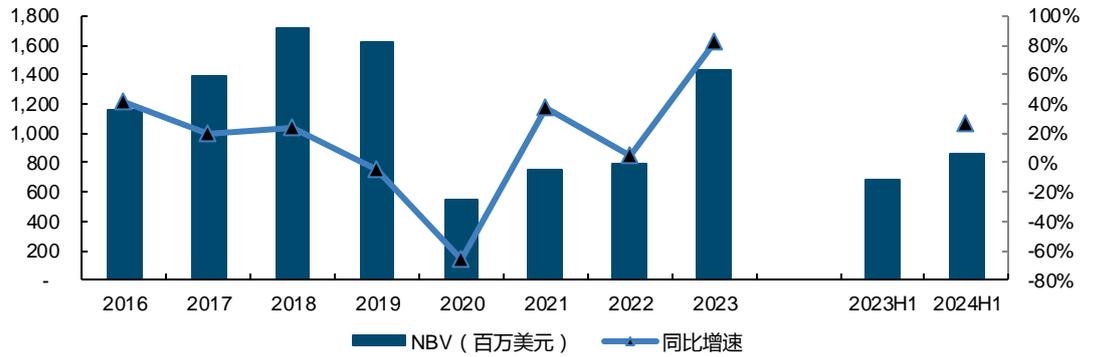
来源: 保险一哥公众号、友邦人寿北京分公司公众号、友邦人寿江苏分公司公众号、燕梳师院公众号、公司官网、金融监管总局, 国金证券研究所 注: 中心支公司仅统计2024年及以后, 天津、河北分公司为升级为分公司的时间

4.2 友邦香港: 公共卫生事件退散与业务复苏驱动NBV贡献率强势回归首位

2010年至2018年, 伴着MCV业务兴起, 友邦香港NBV快速攀升, 8年CAGR为30%; 2019年开始受社会事件、公共卫生事件等因素影响波动较大, 2018-2022年4年复合增速为-18%, NBV贡献降至第二。2023年, 受益于公共卫生事件因素消除、香港通关、分红储蓄险销售较好等因素, 友邦香港NBV同比+82%恢复高增, NBV贡献提升至33%重回第一。2024H1友邦香港NBV同比+26%, Margin由2023H1的56.9%提升至65.7%; 分业务看, MCV业务与香港本地业务价值贡献相当。

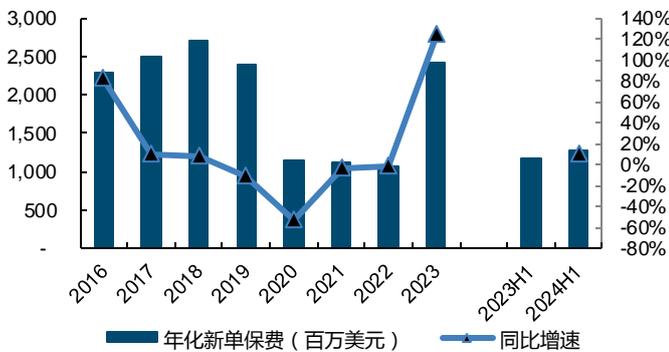


图表35: 友邦香港 NBV 情况



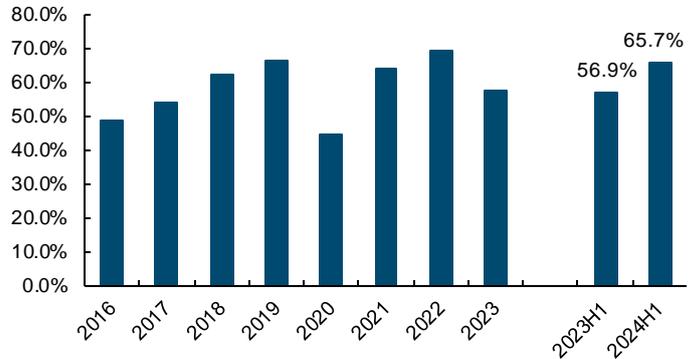
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表36: 友邦香港新单保费情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表37: 友邦香港 NBV Margin 企稳回升

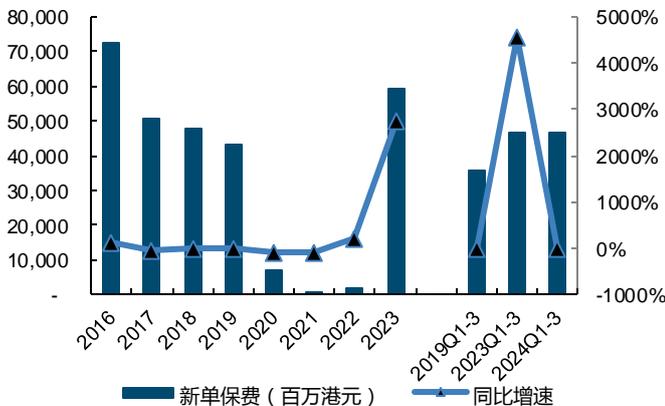


来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2.1 MCV 业务: 价升量减, 整体业务存在较大修复空间

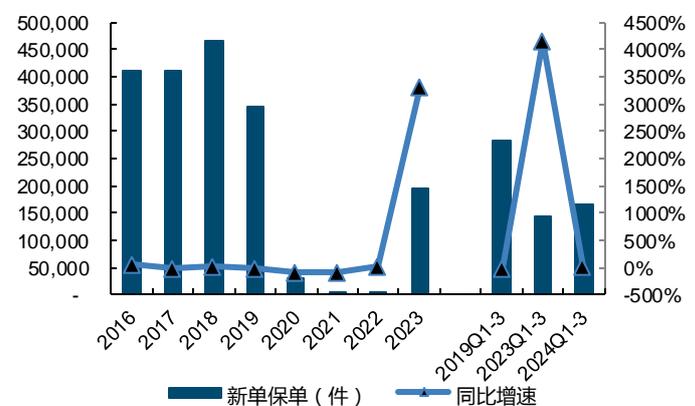
MCV 新单保单相较 2019 年同期还存在 40% 以上的修复空间。2024Q1-3 中国香港内地访客新单保费同比基本持平, 较 2019Q1-3 增长了 29.6%, 但主要由件均保费驱动, 新单保单数量恢复至 2019Q1-3 的 58.0%, 其中件均较低的重疾险新单保单占比较 19 年同期下滑了 29.4pct 至 28.3%。

图表38: 香港 MCV 业务新单保费情况



来源: 香港保险业监管局, 国金证券研究所

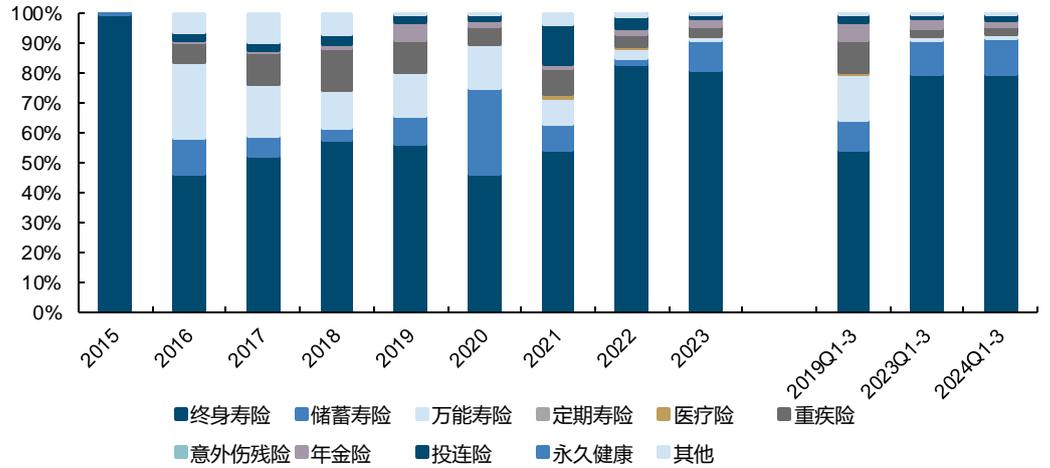
图表39: 香港 MCV 业务新单保单情况



来源: 香港保险业监管局, 国金证券研究所

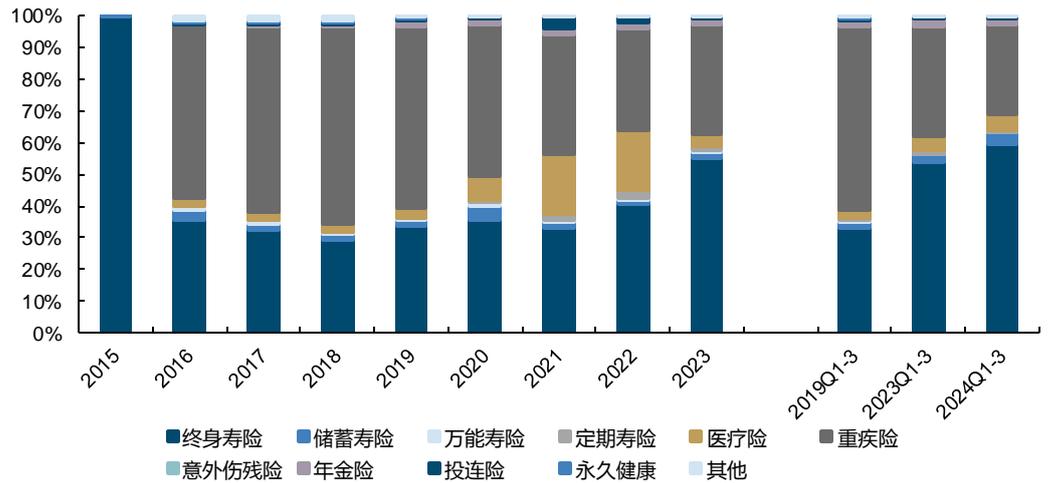


图表40: 香港 MCV 业务新单保费险种结构



来源: 香港保险业监管局, 国金证券研究所

图表41: 香港 MCV 业务新单保单险种结构

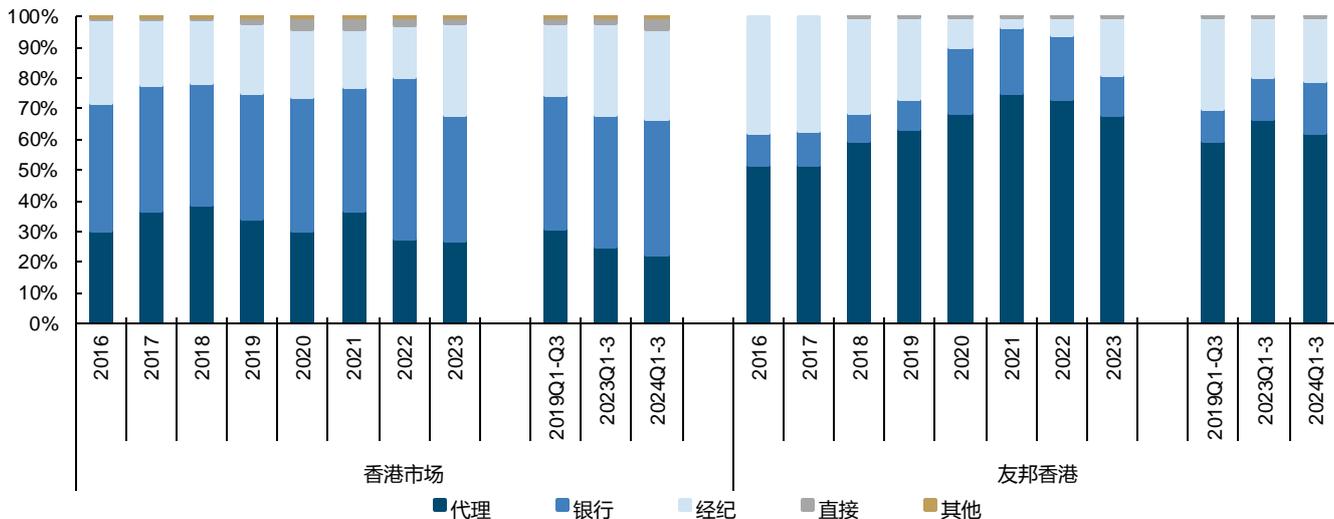


来源: 香港保险业监管局, 国金证券研究所

监管打击经纪渠道向内地旅客无牌销售保单, 代理人渠道占优的友邦香港市场份额有望企稳回升。过去几年部分激进的保险公司通过经纪公司渠道大量获客抢占 MCV 市场, 导致友邦份额过去几年有所下降, 截至 2024Q1-3, 友邦离岸新单市占率由 19 年同期的 21.2% 降至 16.1%。2024 年 4 月 10-11 日, 香港廉政公署与保险业监管局首次采取联合行动, 打击向内地客户无牌销售保单的贪污及违规行为, 并表示会继续在联合执法行动方面紧密合作, 主要是影响经纪渠道。香港 MCV 业务经纪渠道对友邦集团的价值贡献约 3% (MCV 业务占友邦香港业务约 50%, 友邦香港经纪业务新单占比约 20%, 香港新单占集团新单约 30%), 且友邦被调查的经纪机构本身有牌照, 只是实操存在违规之处, 因此预计该政策对集团影响有限且构成实质利好。

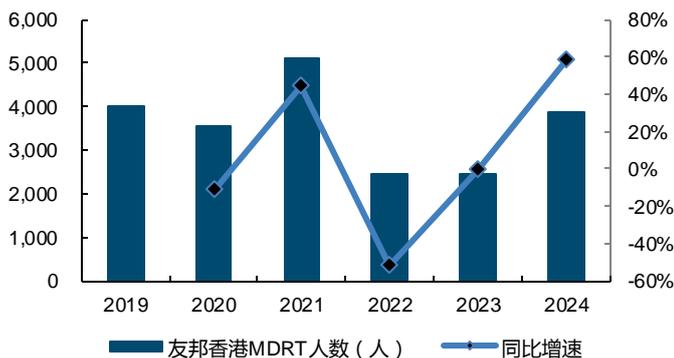


图表42: 香港市场与友邦香港新单保费渠道结构

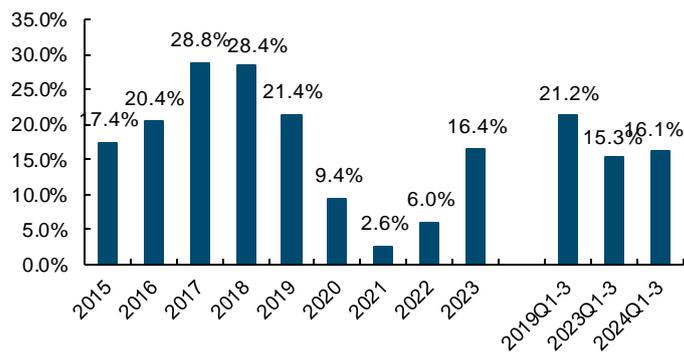


来源: 香港保险业监管局、公司公告, 国金证券研究所

图表43: 友邦香港市场 MDRT 数量位居前列



图表44: 友邦香港离岸业务市占率 (规模保费口径)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 香港保险业监管局, 国金证券研究所

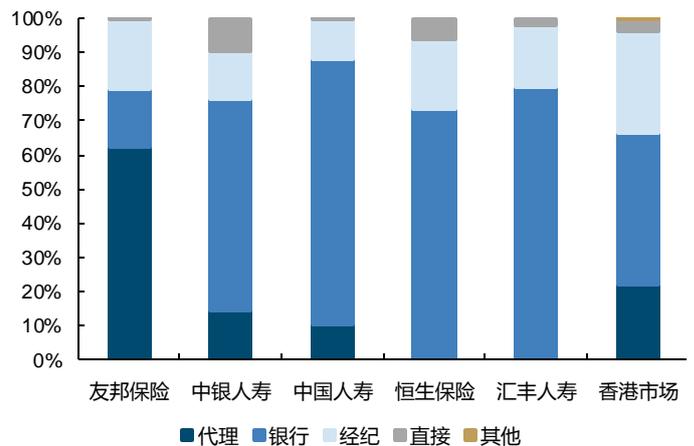
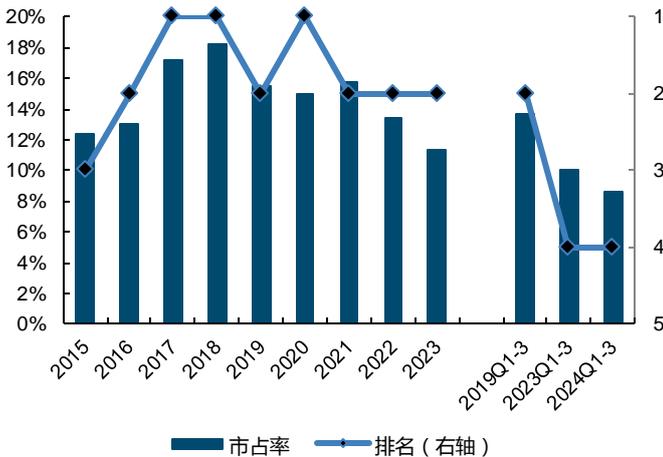
4.2.2 友邦香港本地: 银保占比低市占率下滑, 队伍与业绩有望逐步修复

友商借力银保渠道弯道超车, 友邦香港在岸业务市占率持续下滑。公共卫生事件期间恒生、汇丰、国寿、中银等险企依靠银保渠道做大市占率, 至 2024Q1-3 友邦香港市占率已滑落至第 4 位, 但从整体香港业务 (在岸+离岸) 看, 公司代理人渠道市占率仍为断档第一, 叠加香港市场对高品质代理人服务的结构性需求, 面对高深密度的香港市场仍存在显著核心竞争力, 后续队伍与业绩有望逐步修复。



图表45: 友邦香港在岸新单业务市占率及排名情况

图表46: 2024Q1-3 香港主要险企新单保费渠道结构



来源: 香港保险业监管局, 国金证券研究所

来源: 香港保险业监管局, 国金证券研究所

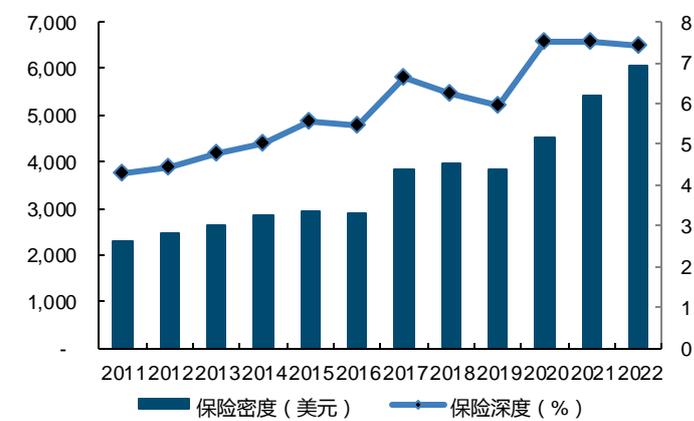
4.3 新马泰: 价稳量升, 未来增长稳定性强

4.3.1 新加坡: 成熟市场, 预计长期将维持稳健增长

新加坡保险市场成熟, 预计长期将维持稳健增长。新加坡保险业发达, 2022 年寿险密度和深度分别为 6074 美元/人和 7.4%, 近 10 年来基本维持增长态势。新加坡个人寿险新业务保费在 2019-2021 年的 CAGR 高达 35%, 主要由储蓄需求旺盛下终身寿险与两全保险趸交高增驱动 (CAGR 分别为 37.6%、47.7%), 首年保费在终身寿险复合增长 27% 下整体稳定。2021 年来, 因储蓄型趸缴保费在经历过去两年的集中释放后增速有所回落。2024Q1-3, 受益于储蓄需求再次爆发, 新单保费在低基数下+22.4%。

图表47: 新加坡个人寿险新单保费规模及增速

图表48: 新加坡保险深度及密度



来源: 新加坡金管局, 国金证券研究所

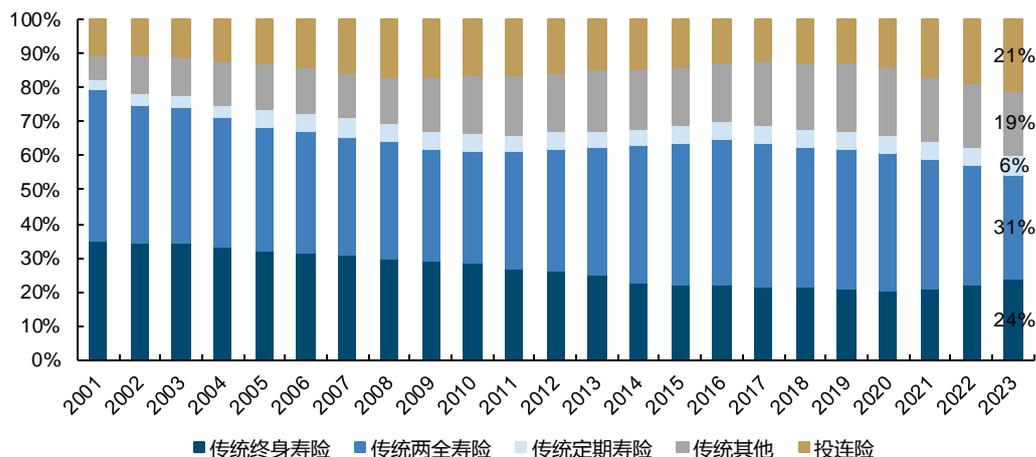
来源: iFinD, 国金证券研究所

新加坡市场以储蓄险为主。新加坡市场以个人寿险为主, 一方面由于政府公积金制度提供了比较完善的养老保障, 个人年金保险销售较少, 非投资连结型的两全险和终身寿险占据了主流; 另一方面, 个人公积金账户可以用于购买医疗险、定期寿险以及养老储蓄类产品, 促使定期寿和商业医疗险快速发展, 以意外险、健康险为主的其他传统险总保费占比逐步提升至 19%, 投连险占比近几年也呈抬升趋势, 23 年占比达 21%。

友邦意健险优势显著, 占比远好于行业。2023 年, 友邦新加坡意健险新单占比 8.5%, 远高于行业的 3.0%, 预计与公司代理人渠道优势利好健康险销售有关。



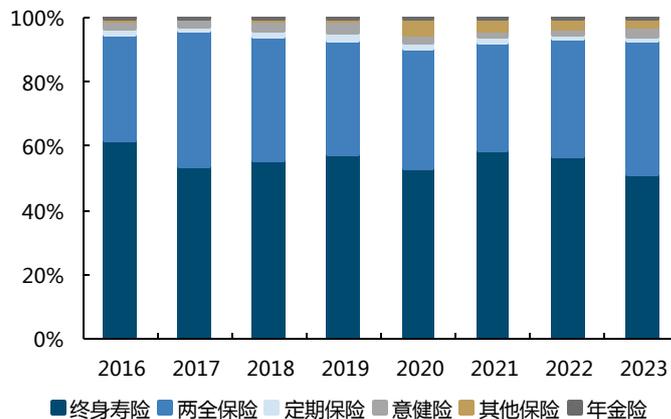
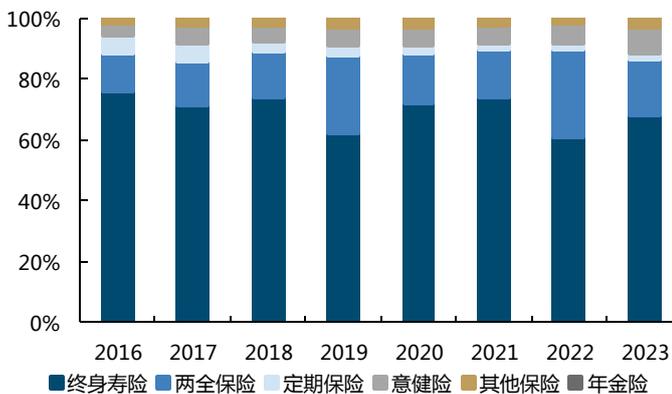
图表49: 新加坡个人寿险产品结构 (投连与非投连口径)



来源: 新加坡金管局, 国金证券研究所 注: 总保费口径

图表50: 友邦新加坡产品结构

图表51: 新加坡寿险行业产品结构



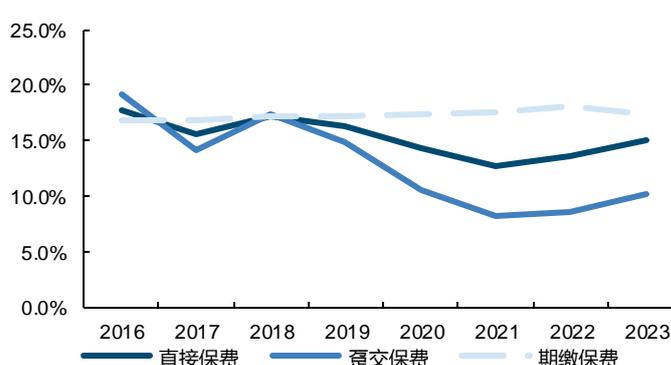
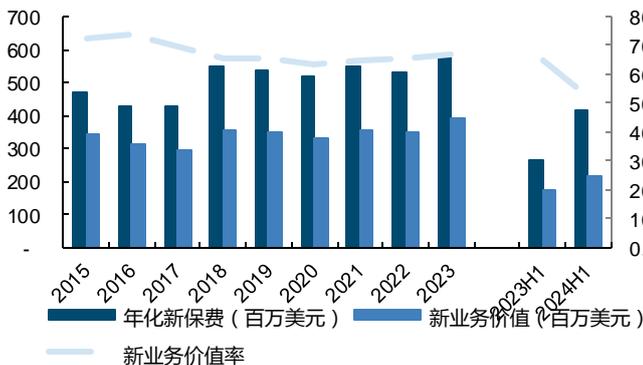
来源: 新加坡金管局, 国金证券研究所 注: 新单保费口径

来源: 新加坡金管局, 国金证券研究所 注: 新单保费口径, 为所有公司加总

储蓄险热销有望驱动 NBV 高增。受新加坡市场渠道切换影响, 近年来友邦新加坡 NBV 低增长, 且市占率有所下滑。友邦曾在 2015 年位列新加坡市场第一, 但此后排名一路下滑, 截至 2023 年仅位列第五, 主要源于新加坡市场 2020 年开始银保和财务顾问渠道的快速增长对代理人渠道形成了冲击。2023 年开始公司加大对长期储蓄险的销售力度, 驱动 2024H1NBV 同比+26.6%实现高增长, 但 margin 同比-12.6pct 至 52.4%。考虑到新加坡市场储蓄需求旺盛, 叠加公司代理人渠道核心优势明显, 且储蓄险销售意愿较强, 预计中期内 NBV 有望延续双位数增长。

图表52: 友邦新加坡业务表现

图表53: 友邦新加坡市场份额变化

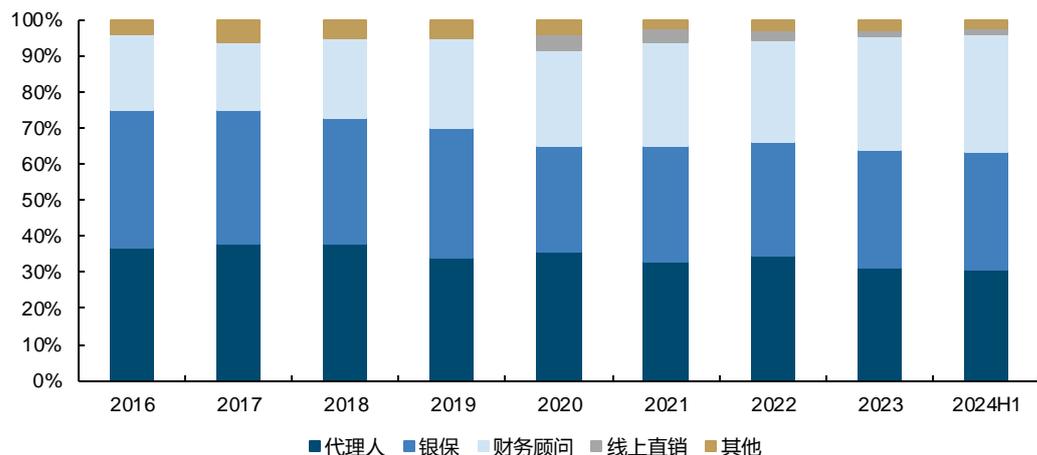


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 新加坡金管局, 国金证券研究所



图表54: 新加坡新单保费渠道结构

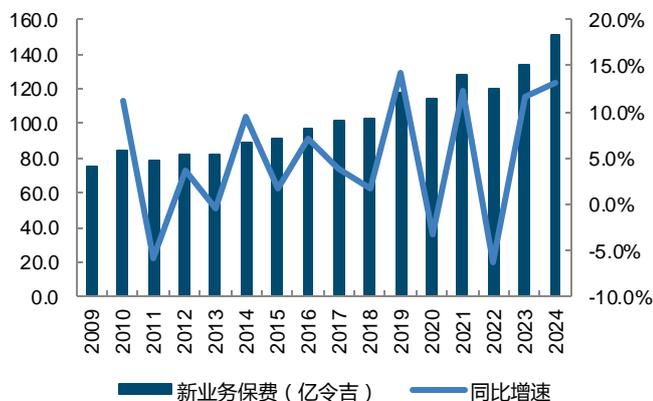


来源: 新加坡寿险协会, 国金证券研究所

4.3.2 马来西亚: 整体市场处于修复通道, 增长中枢稳步上移

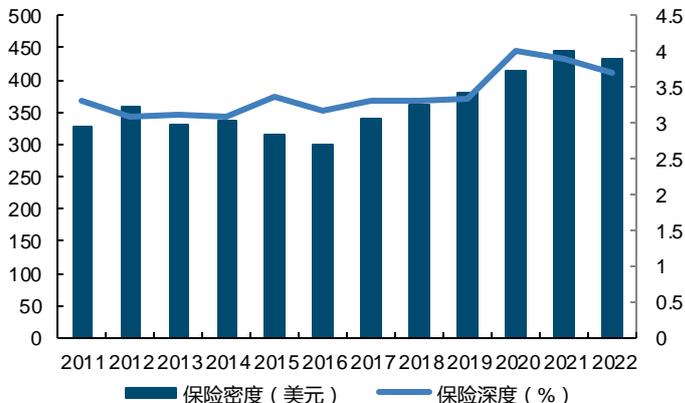
受益于储蓄需求强劲, 2023 年开始实现高增长。2022 年寿险密度和深度分别为 432 美元/人和 3.7%, 同比均有下滑, 预计与马来西亚整体 GDP 增速放缓相关, 自 2018 年来, 马来西亚 GDP 增速已连续 5 年低于 5%(22 年受益于旅游业恢复增速修复增长 8.7%)。2013-2022 年马来西亚寿险新业务保费复合增速为 4.3%, 整体增速较低, 但自 2023 年开始, 受益于储蓄需求旺盛下的投连险与终身寿险高增, 2023、2024 年马来西亚市场新单保费分别同比+11.6%、+13.1%, 其中投连险分别同比+13.6%、+24.8%。

图表55: 马来西亚寿险保费规模及增速



来源: 马来西亚央行, 国金证券研究所

图表56: 马来西亚保险深度及密度

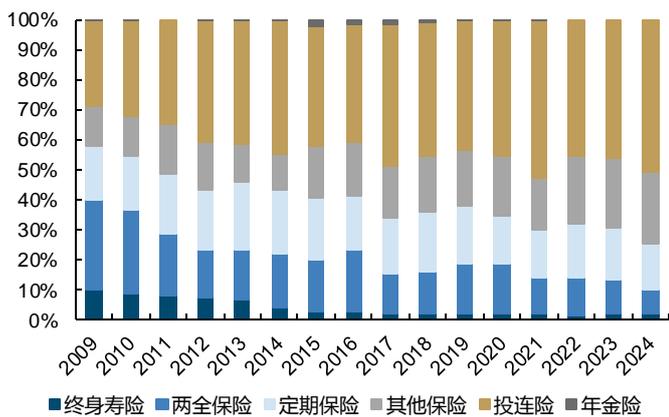


来源: iFinD, 国金证券研究所

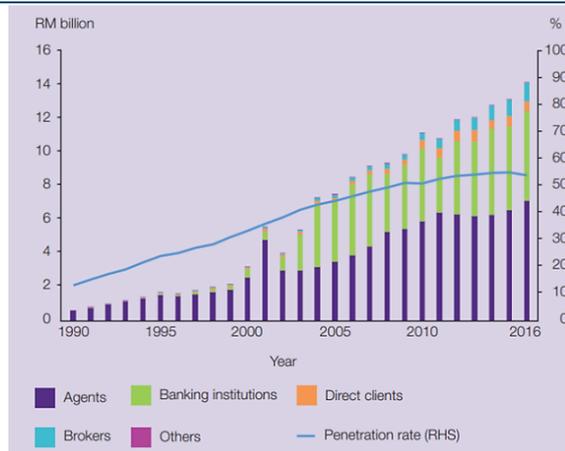
投连险产品占据市场主流, 渠道以代理人和银保为主。马来西亚产品结构以投连险为主, 2024 年占比高达 51%, 此外, 包括意健险等保障险在内的其他险种占比为 24%, 年金险占比偏低, 几乎为 0%。渠道结构看, 马来西亚已形成代理人及银保渠道为主的双渠道体系, 截至 2016 年两者占比为 85%左右。



图表57: 马来西亚寿险业务产品结构



图表58: 马来西亚寿险业务渠道结构

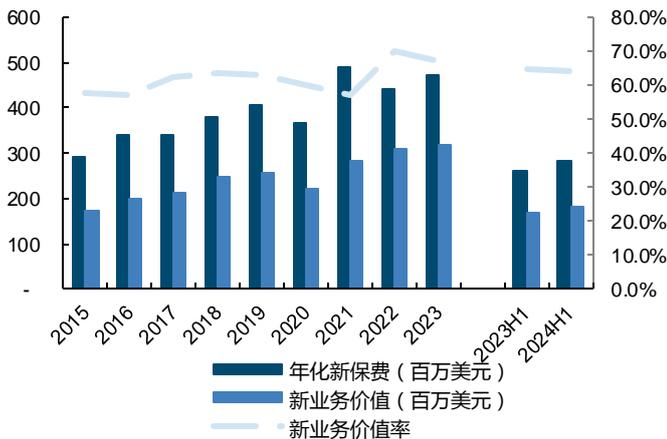


来源: 马来西亚央行, 国金证券研究所

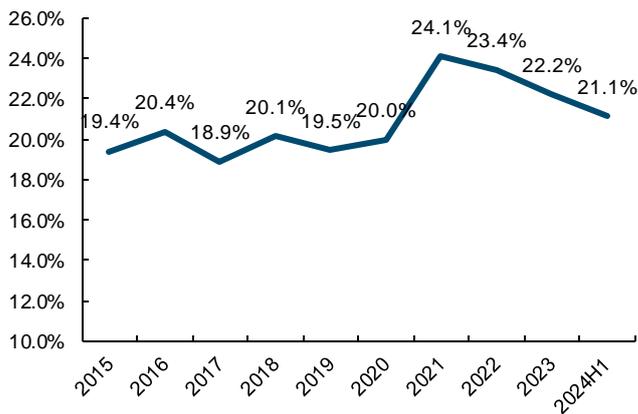
来源: 马来西亚央行, 国金证券研究所

储蓄需求旺盛, 预计 NBV 有望实现高个位数增长。友邦马来西亚近年来 NBV 贡献占比保持在 6-10% 区间内, 近五年 NBV 复合增速为 5.2%, 整体维持稳健增长, 2024H1 同比增长 7.6%, 预计主要由银保渠道带来。公司与当地第三大银行集团马来西亚大众银行建立独家合作, 有望通过继续提升银行高净值客群的渗透率与保险专员数量实现稳健增长。考虑到马来西亚寿险市场在储蓄险热销下恢复高增长, 且友邦市占率维持较好水平, 预计友邦后续整体增速中枢为高个位数。

图表59: 友邦马来西亚业务表现



图表60: 友邦马来西亚保险市占率



来源: 公司年报, 国金证券研究所

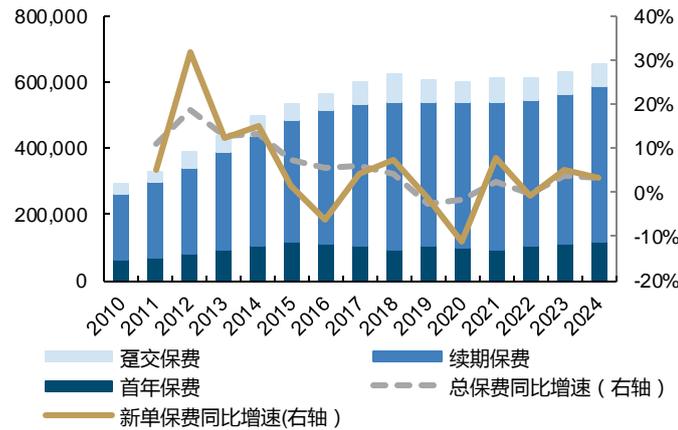
来源: 马来西亚央行, 国金证券研究所 注: 友邦保费为首年保费+整付保费

4.3.3 泰国: 保费增速回暖, 价值率存在优势

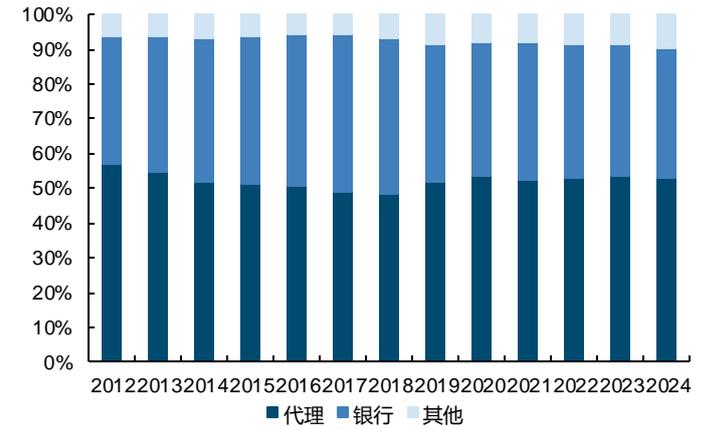
代理人渠道为主, 保费整体低增长。泰国寿险新单保费 2014-2024 年 10 年复合增速仅为 1%, 2015 年增速开始跌至个位数增长, 2019 年受利率下行、银保销售规则趋严等影响, 新单保费开始下滑, 但 2021 年已恢复增长, 2024 年同比+3.3%。泰国市场整体以代理人渠道为主、银保渠道次之, 两者占据超 90% 市场份额, 与友邦渠道结构相契合。凭借代理人优势及附加重疾险销售较好, 2024 年友邦泰国健康险占比达 26.8% 显著高于行业, 但整体仍以储蓄险为主, 终身寿险+两全保险+养老险三者占比为 46.0%。



图表61: 泰国寿险保费情况 (百万泰铢)



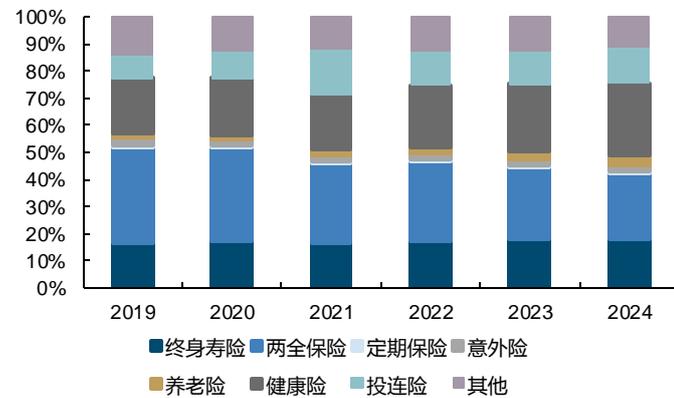
图表62: 泰国总保费渠道结构



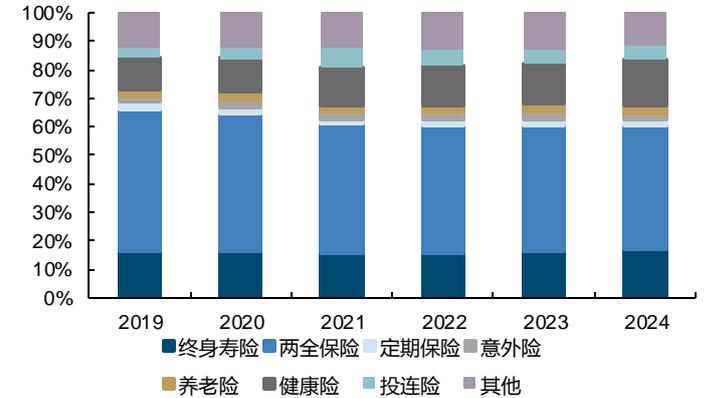
来源: 泰国人寿保险协会, 国金证券研究所, 注: 直接保费口径

来源: 泰国人寿保险协会, 国金证券研究所

图表63: 友邦泰国总保费产品结构



图表64: 泰国总保费产品结构

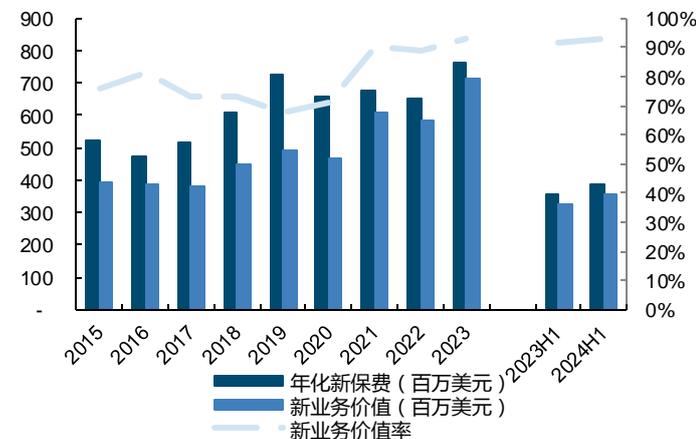


来源: 泰国人寿保险协会, 国金证券研究所

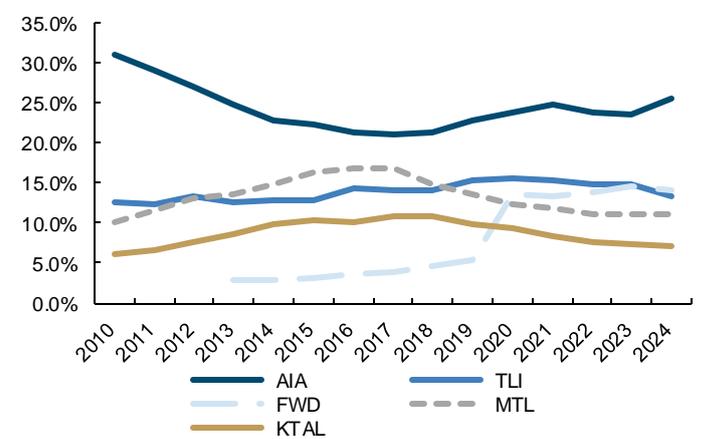
来源: 泰国人寿保险协会, 国金证券研究所

高价值率优势突出,有望短期内维持高个位数增长。2024H1 友邦泰国NBV 贡献占比为14%, 公共卫生事件扰动下 2018-2023 五年 NBV 复合增速仍高达 9.8%, 2024H1 同比增长 9.8%, 代理人与伙伴分销渠道均实现较好增长。公司龙头地位稳固,且重疾附加险销售较好带动公司 Margin 表现优异, 2024H1 高达 93.1%。泰国寿险整体保费低增长, 友邦作为行业龙头, 规模、品牌等优势显著, 叠加代理人渠道优势, 预计后续短期内有望维持高个位数增长。

图表65: 友邦泰国业务表现情况



图表66: 泰国市场集中度情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 泰国人寿保险协会, 国金证券研究所

友邦泰国通过构建多层次代理人体系, 差异化培养代理人以满足不同客户群体的需求。代理人培养计划结合严格的准入要求、针对性的培训计划和多维度的激励机制, 助力代理人



能力持续提升。其中，高级财务顾问（AIA FA Prime）凭借更高的准入门槛、精细化的长期激励机制及 MDRT 目标导向，进一步强化了友邦在高净值客户市场的竞争力。友邦的代理人渠道优势显著，截至 2023 年，友邦泰国代理人约 50,000 人，MDRT 人数位居市场首位，具备强大的渠道整合能力与执行力，为进一步扩大市场份额与提高价值率提供了坚实基础。

图表67: 友邦泰国代理人计划

代理人	工作要求	激励机制	培训计划
标准代理人 (AIA Standard Agent)	1、20 岁及以上； 2、无最低学历要求； 3、无工作经验要求； 4、每季度至少有 3 个批准单，或每季度保费超过 25,000 泰铢。	三个月内完成 3 单，且首次佣金达到 30,000 泰铢，奖励 3,000 泰铢。	持续进行知识培训和发展，每年至少需要有 15 小时的连续培训时间。
高级寿险顾问 代理人 (AIA Life Advisor Elite)	1、年龄在 20 到 50 岁之间； 2、最低教育水平为大专或大学二年级以上，（高中学历需有至少 1 年工作经验）； 3、若曾为 AIA 标准代理人，则需在成为代理人后 2 个月内申请编码；	1、奖金按照第一年首次佣金 (FYC) 的比例按月递增，从第 1 个月的 25% 到第 12 个月的 1,200% 2、三个月内完成 4 单，且首次佣金达到 60,000 泰铢，奖励 5,000 泰铢。	1、预备阶段 (Pre-LA): 2 个月 12.5 小时的初步培训，介绍 LA ELITE 基础，理解基本职责、工具和流程。 2、第 1-3 个月: 每 3 个月 18 小时的进阶培训，提高财务顾问基本销售技巧和产品信息。 3、第 4-6 个月: 每 3 个月 11 小时的专业培训，包括 Annuity Fix、Vitality 等产品的深入了解。 4、第 7-12 个月: 集中于市场拓展和高级销售策略。
标准财务顾问 (AIA FA Standard)	1、年龄不超过 45 岁； 2、学士学位或以上（高中教育/同等学历或文凭的情况下年平均收入必须不低于 12 万泰铢）； 3、签发代理商编码未超过 12 个月或之前从未向 AIA 签发编码； 4、从未担任过 AIA FA 代表；	1、保证 12 个月内每月收入 25,000 泰铢，同时拥有 4 次季度奖金与 1 次年度奖金； 2、FA 独特奖金机制: 1) 留存奖金，相当于保证收入的 1 倍。2) 勤奋奖金，相当于保证收入的 1 倍。3) 晋升奖金，相当于保证收入的 2.5 倍。	1、第 1-3 个月: 重点建立对友邦保险产品和服务的基本了解，并发展必要的销售技能。 2、第 4-6 个月: 能力提升，进一步深化对友邦保险产品的理解，强化销售策略和客户管理技能。 3、第 7-12 月: 专业发展，培训内容将包括高级销售技巧和客户资产管理，目标是帮助顾问达到 MDRT（百万圆桌会议）的标准。
高级财务顾问 (AIA FA Prime)	1、年龄不超过 45 岁； 2、本科及以上学历； 3、拥有 IC LICENSE 投资顾问执照（若没有 IC 执照，则年收入至少要达到 40 万泰铢）； 4、拥有至少 2 年工作经验（若工作经验不足 2 年，需有金融学位且首次入职需持有投资顾问执照 (IC License)）； 5、签发代理商编码未超过 12 个月或之前从未向 AIA 签发过编码； 6、从未担任过 AIA FA 代表；	1、入职 1 年: 初级代理人收入 (FYC): 1,200,000 泰铢，月度奖金总计: 336,000 泰铢，季度奖金: 336,000 泰铢。 2、入职 2 年: 一阶段奖金 600,000 泰铢，FYC、月度和季度奖金不变。 3、入职 3 年: 一阶段奖金 600,000 泰铢，二阶段奖金 400,000 泰铢，三阶段奖金 510,000 泰铢，FYC、月度和季度奖金不变。 4、入职 4 年: 四个阶段奖金总计 205 万泰铢，FYC、月度和季度奖金不变。 5、入职 5 年: 五个阶段奖金总计 242 万泰铢，FYC、月度和季度奖金不变。 6、获得 MDRT 资格并在加入 FA 计划之日起的前 5 年内晋升为管理职位，可获得 500 万泰铢巨额奖金。	1、入职 1 年: 培养基础的保险业务知识，了解市场和客户需求，以及如何通过 MDRT 衡量业绩。 2、入职 2 年: 掌握更高级的金融工具和策略，如 AILINK 平台的使用，进一步深化对保险产品、投资、财富管理的理解。 3、入职 3-6 年: 接受 MDRT 高级训练，包括高净值 (HNW) 客户管理、高级市场分析技巧等，成为行业的高级专家。 4、入职 7-12 年: 高级职业规划，培训培养团队，利用公司资源来最大化个人和团队业绩，成为业内公认的顶级代理人。

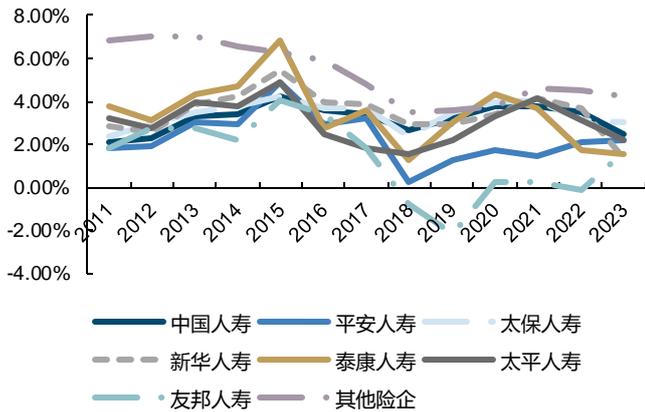


来源：AIA 泰国官网，国金证券研究所

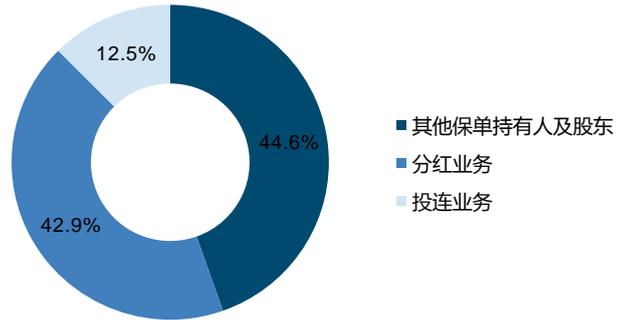
五、核心优势四：负债成本更低，且利差依赖度优于同业

友邦保险负债成本远低于内地险企。一方面，友邦中国价值导向下更专注于长期保障保险和长期保障储蓄险销售，存量业务刚性成本更低；另一方面，除友邦中国外，友邦在其他区域中以浮动收益产品为主，以香港为例，友邦香港以分红型长期储蓄险销售为主，高预期收益率+低保证收益率模式，保证收益约为 0.5% 左右，刚性成本极低。

图表68：友邦负债成本远低于同业



图表69：2024H1 总投资资产构成

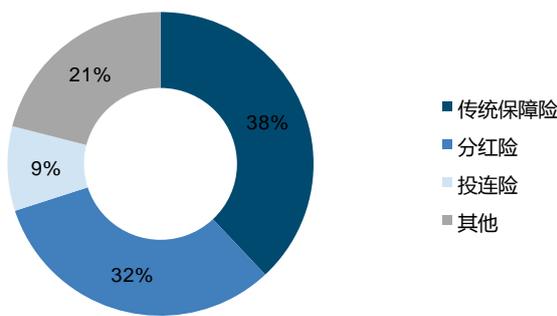


来源：保险一哥，国金证券研究所

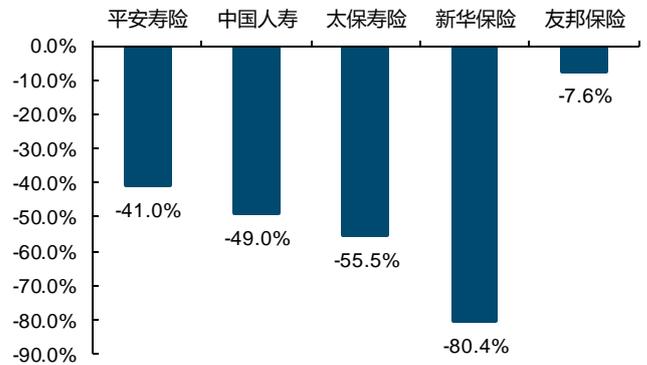
来源：公司公告，国金证券研究所

友邦保险产品结构更为均衡，2024H1 传统保障险、分红险、投连险 NBV 分别占比 38%、32%、9%。均衡的产品结构带来利源多样性，新业务利差依赖偏低，NBV 对投资收益率敏感性较低。

图表70：2024H1 友邦保险 NBV 产品结构均衡



图表71：友邦保险 NBV 敏感性远低于同业

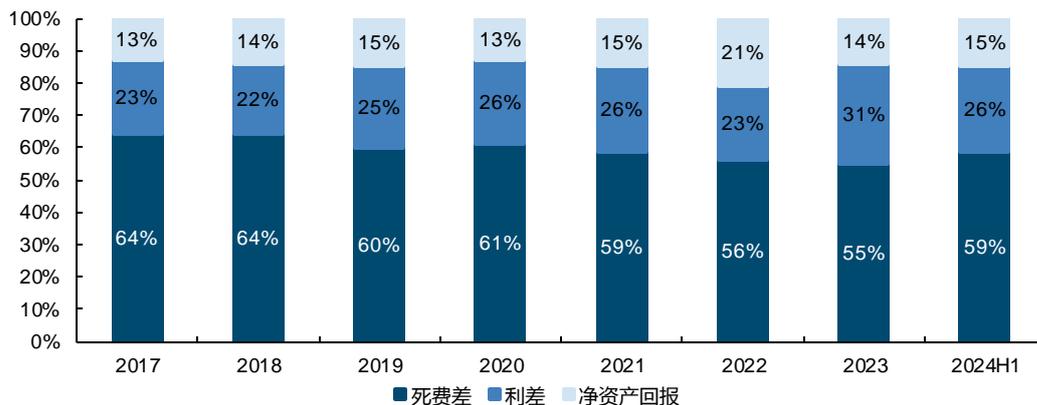


来源：公司业绩发布会 PPT，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：投资收益率下调 100BP



图表72: 友邦保险利源结构丰富



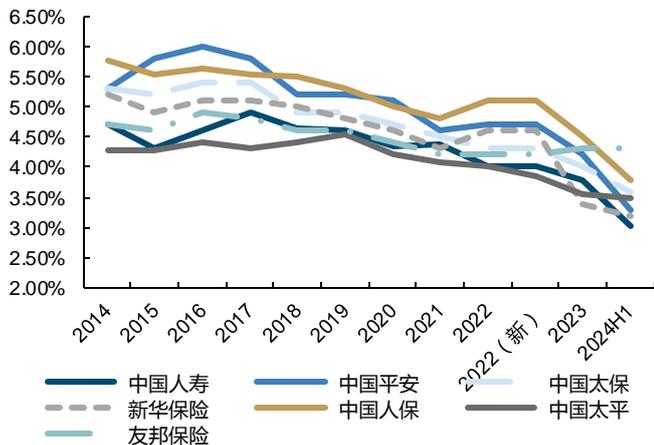
来源: 公司业绩发布会 PPT, 国金证券研究所

六、核心优势五：资产端全球配置，长期投资收益更有保证

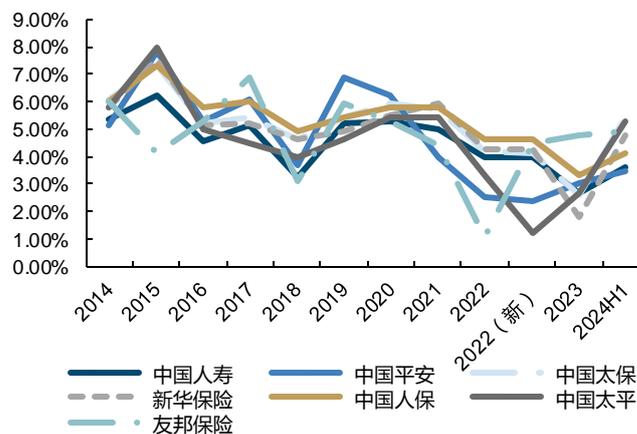
友邦投资端收益曾对于内地公司并无显著优势，近两年收益率表现较好，位居主要险企前列。2014-2024H1 友邦保险总投资收益率均值 4.7%，国寿、平安、太保、新华、人保分别为 4.6%、4.9%、5.3%、5.0%、5.4%。从固定收入的收益来看，友邦净投资收益率均值 4.5%，国寿、平安、太保、新华、人保分别为 4.3%、5.0%、4.7%、4.6%、5.1%，但年度间波动性远高于友邦。

受国内长端利率快速下行影响，内地险企投资收益率不断下行，友邦受益于全球化投资，资产多分布于海外市场，有效把握海外高利率市场机遇，同时分散风险，减少国内单一市场的影响。2024H1，友邦固定收入收益率为 4.3%，较上年末持平，总投资收益率为 4.9%，较上年末上升 0.1pct，收益率表现位于同业前列。

图表73: 净投资收益率对比



图表74: 总投资收益率对比

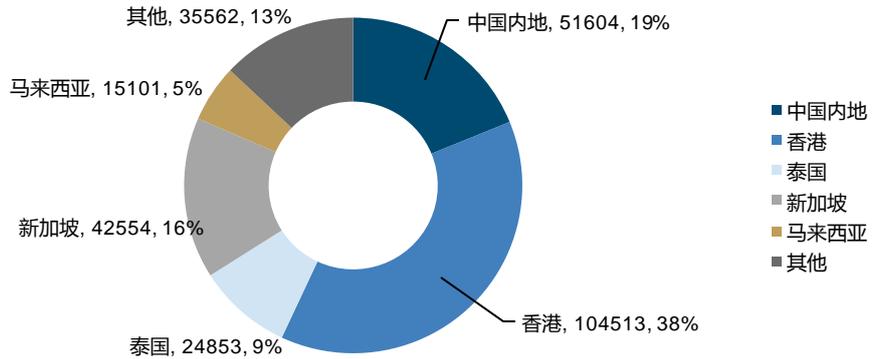


来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 友邦为固定收入收益率

来源: 各公司公告, 国金证券研究所



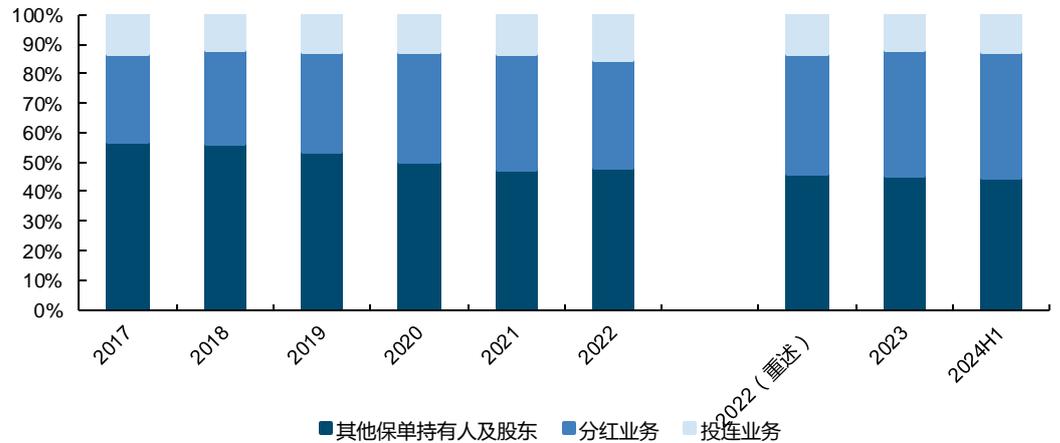
图表75: 2024H1 友邦各地区总资产分布 (百万美元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

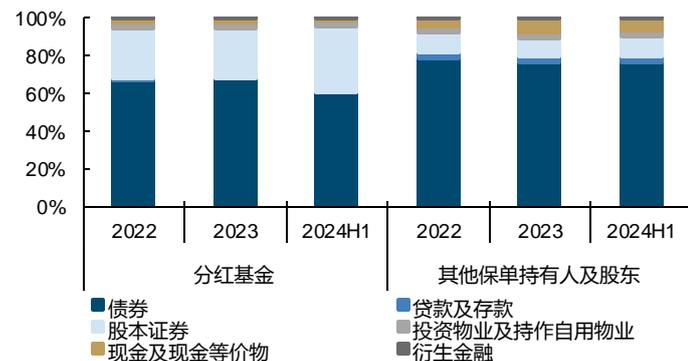
友邦资产配置稳健, 分帐户投资保证稳健性与收益性, 整体债券配置比例居于同业高位。分帐户来看, 2024 年上半年友邦总投资资产以保单持有人及股东 (44.6%)、分红基金业务 (42.9%) 为主, 投连业务占比较少 (12.5%)。其中, 传统保单及股东资产中债券配置比例高达 76.6%, 股票占比仅 10.2%, 保证收益稳定性。分红账户对于收益的要求更高, 债券配置 60.5%, 权益配置 34.3%。投连账户权益配置投连账户权益配置 76.9%, 债券配置占比 20%左右。

图表76: 友邦保险总投资资产分帐户构成

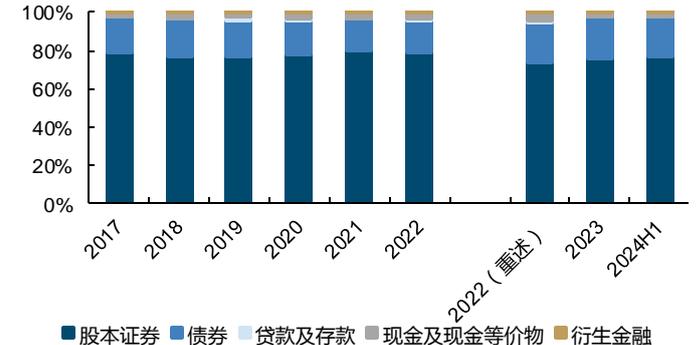


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表77: 保单持有人及股东的资产大类配置



图表78: 投连账户资产大类配置



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

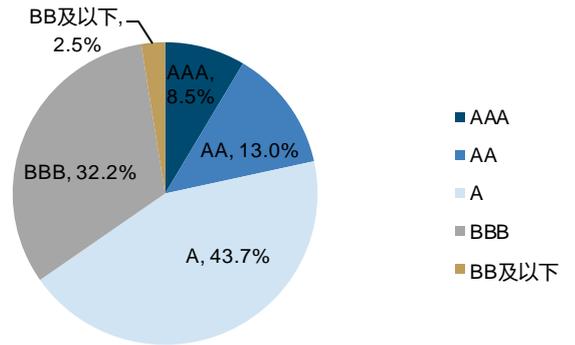
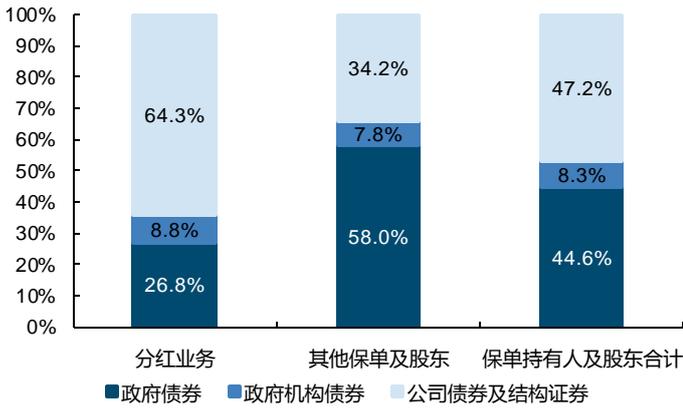


友邦配置政府债与公司债并重，攻守兼备收益增厚。从友邦债券配置来看，2024 年上半年公司债券及结构债券和政府债券占比较高，分别 47.2%、44.6%，分红账户由于对收益要求较高，公司债占比接近 65%。

友邦主动下沉债券评级获取高收益，债券久期不断拉长，匹配长期负债。截至 2023 年，友邦保单持有人及股东的投资资产中，BBB 级及以下债券 616.5 亿，占债券资产比重 34.7%，占投资资产比例 22.7%。剩余期限大于 10 年的债券占比持续提升至 73%，远高于 2013 年的 48%，剩余期限 10 年以下债券占比已降至 27%。长端利率下行趋势下，友邦拉长债券久期以增加资本利得获益潜力，提前锁定收益，缩小资产负债久期缺口。

图表79：2024H1 债券结构（按债券种类分）

图表80：2023 年债券整体评级情况

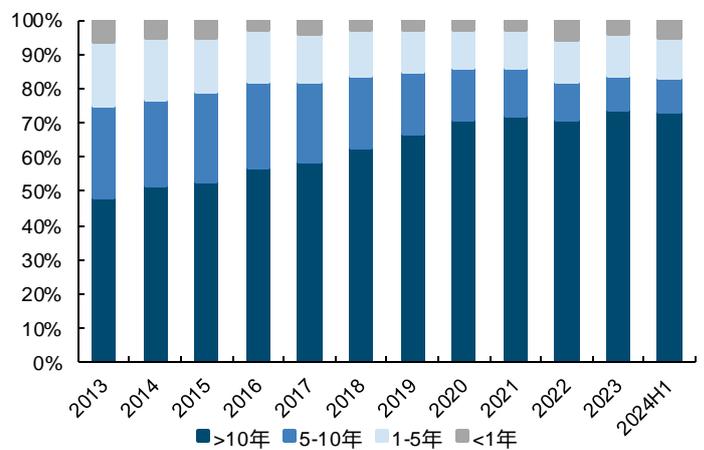
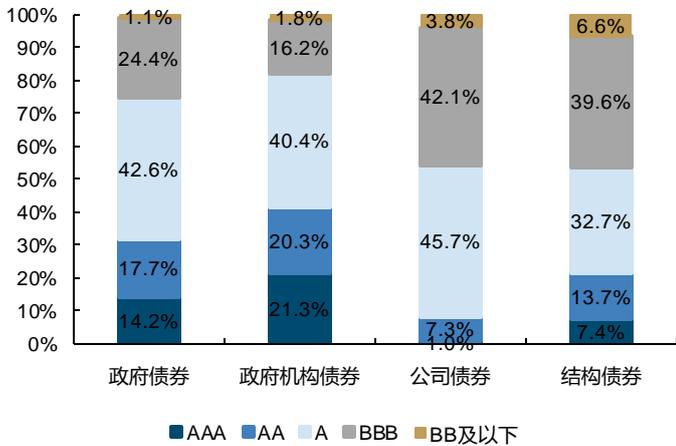


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表81：2023 年政府机构和公司债券评级情况

图表82：2013-2024H1 友邦债券剩余期限结构



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：友邦业绩发布会 PPT，国金证券研究所

七、估值与投资建议

7.1 盈利预测

预计 2024-2026 年友邦 NBV 增速分别为 17%、9%、10%，归母营运利润增速分别为 9%、9%、8%，EV 增速分别为 3%、5%、7%。主要驱动力：1) 友邦中国：①展业区域持续扩张，且市场份额有望提升。近年来友邦在其经营区域市场份额持续提升，2022 年公司在北京、广东（除深圳）、深圳、北京的市占率为 6.35%、4.74%、3.06%、6.07%，其他地区开始展业较晚，市占率提升空间大。叠加 24 年来分支公司开设进度加快，增长潜力较大。②抓住银保发展机遇，扩展银保渠道。在银保降费、价值率提升后，友邦快速扩展银保渠道，获取银行中高端客户资源。③个人养老金业务带来新客户拓展较好，客户二次开发支撑后续业务增长。2) 友邦香港：通关政策调整后，内地居民储蓄需求旺盛叠加香港产品更高的分红预期，NBV 有望维持双位数左右增长；3) 新马泰：价值率稳定叠加新单保费稳定增长，未来增长稳定性强。


图表83: 友邦保险 NBV 预估

单位: 百万美元	NBV					NBV 增速				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新业务价值	3092	4034	4725.53	5150	5676.4	-8.14%	30.47%	17.14%	8.98%	10.22%
香港	787	1430	1649.35	1814.28	1995.71	4.10%	81.70%	15.34%	10.00%	10.00%
泰国	585	713	784.278	847.02	931.722	-3.94%	21.88%	10.00%	8.00%	10.00%
新加坡	349	394	484.329	570.998	644.922	-1.97%	12.89%	22.93%	17.89%	12.95%
马来西亚	308	319	352.763	381.599	408.981	8.83%	3.57%	10.58%	8.17%	7.18%
中国	916	1037	1335.26	1384.54	1520.65	-17.33%	13.21%	28.76%	3.69%	9.83%
其他市场	420	406	429.968	489.856	547.288	-17.81%	-3.33%	5.90%	13.93%	11.72%
分区域加总	3365	4299	5035.95	5488.3	6049.27	-7.12%	27.76%	17.14%	8.98%	10.22%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表84: 友邦保险营运利润预测

单位: 百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后营运利润	6,421	6,213	6,746	7,365	7,990
香港	2,202	2,180	2,428	2,681	2,932
泰国	977	951	1,033	1,127	1,223
新加坡	655	669	742	810	879
马来西亚	362	293	337	368	399
中国	1,551	1,548	1,653	1,804	1,958
其他市场	710	560	553	574	599
税后营运利润增速		-3.2%	8.6%	9.2%	8.5%
香港		-1.0%	11.4%	10.4%	9.4%
泰国		-2.7%	8.6%	9.2%	8.5%
新加坡		2.1%	10.9%	9.2%	8.5%
马来西亚		-19.1%	15.1%	9.2%	8.5%
中国		-0.2%	6.8%	9.2%	8.5%
其他市场		-21.1%	-1.3%	3.9%	4.3%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表85: 友邦保险 EV 预测

单位: 百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
期初内含价值	72,987	68,865	67,447	69,697	73,488
购买价	(283)				
已收购内含价值	83				
收购的影响	(200)	(238)			
提前采纳香港风险为本资本制度	2,379				
释放弹性准备金	885				
新业务价值	3,092	4,034	4,726	5,150	5,676
NBV/EV	4.2%	5.9%	7.0%	7.4%	7.7%
内含价值预期回报	3,869	5,227	4,384	4,530	4,777
预期回报/EV	5.3%	7.6%	6.5%	6.5%	6.5%
营运经验差异	299	75	67	144	113
营运经验差异/EV	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
营运假设变动	(56)	(39)			



单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运假设变动/EV	-0.1%	-0.1%			
财务费用	(359)	(407)	(399)	(412)	(434)
财务费用/EV	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
内含价值营运回报	6,845	8,890	8,778	9,412	10,131
ROEV	9.4%	12.9%	13.0%	13.5%	13.8%
投资回报偏差	(5,392)	(2,790)		0	0
经济假设变动的的影响	(300)	(543)			
其他非营运差异	(234)	(569)			
内含价值回报总额	4,183	4,988	8,778	9,412	10,131
股息	(2,259)	(2,293)	(2,385)	(2,480)	(2,579)
股份回购	(3,570)	(3,637)	(4,143)	(3,141)	(2,436)
其他资本变动	(12)	(72)			
汇率变动的的影响	(2,264)	(166)			
期末内含价值	68,865	67,447	69,697	73,488	78,604
其中：经调整资产净值	33,751	32,009			
—自由盈余	17,850	16,329			
—所需资本	15,901	15,680			
有效业务保单价值	42,425	35,438			
期末内含价值增速	-6%	-2%	3.3%	5.4%	7.0%

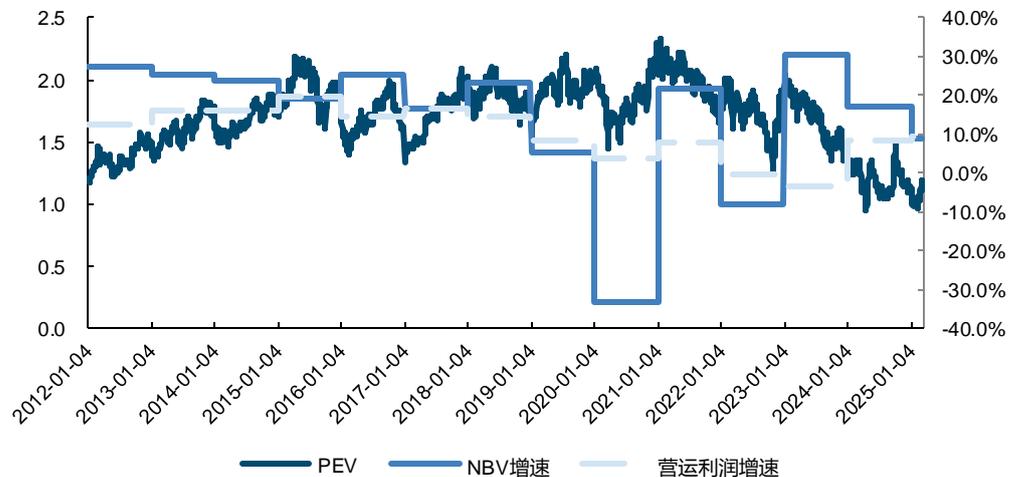
来源：公司公告，国金证券研究所

7.2 估值及投资建议

截至3月13日，友邦保险2025年动态PEV为1.18X，位于2018年估值分位的10%。此前外资减持主要源于不看好中国经济，以及中产崩塌、储蓄险热销下价值率下降下的中国内地未来经营。当前中国内地价值率已呈现回升态势、长期财务投资者保持稳定、友邦NBV增长稳健且利差损压力较小，预计后续随着中国经济回暖，外资有望回流。

当前以DeepSeek为代表的中国科技强势崛起，带动中概股与港股市场走出修复行情，高盛、摩根大通、瑞银、德意志银行、摩根士丹利等国际大行纷纷在研报中“看多中国资产”，友邦估值也有望随之修复，核心逻辑在于公司的价值重估。结合历史经验来看，当前友邦保险ROEV约为12%左右、营运利润ROE约15%左右，预计1.5XPEV为合理估值，对应目标价81.10港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表86：友邦PEV估值与NBV、营运利润增速情况



来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所


图表87：上市险企 PEV 估值对比

		最大值	最小值	均值	中位数	PEV 估值	2018 年来分位数	2023 股息率	2023 分红比例
A 股	中国人寿 A	1.56	0.57	0.87	0.85	0.84	48%	1.2%	58%
	中国平安 A	1.74	0.47	0.96	0.77	0.67	38%	4.8%	37%
	中国太保 A	1.36	0.35	0.70	0.64	0.56	37%	3.3%	36%
	新华保险 A	1.44	0.28	0.65	0.61	0.61	50%	1.7%	30%
H 股	中国人寿 H	0.85	0.17	0.40	0.34	0.32	49%	3.0%	58%
	中国平安 H	1.75	0.36	0.91	0.78	0.57	27%	5.7%	37%
	中国太保 H	1.08	0.21	0.50	0.43	0.41	44%	4.6%	36%
	新华保险 H	0.95	0.14	0.36	0.30	0.32	54%	3.3%	30%
	友邦保险 H	2.60	0.98	1.82	1.87	1.30	13%	2.6%	37%
	中国太平 H	1.01	0.09	0.33	0.24	0.21	43%	2.5%	17%

来源：iFinD，国金证券研究所 注：估值为静态估值，即市值/上一年末 EV，2025 年估值分母为 2023 年 EV

八、风险提示

- 1) 前端销售不及预期：中国区利率低位运行，保险产品预定利率或再次下调，降低储蓄险产品竞争力；其他地区受经济影响，前端销售或会低于预期。
- 2) 权益市场波动：市场震荡下，权益资产投资收益兑现难度加大，或将直接拖累利润表现。
- 3) 中国内地管理层变动：24 年底中国内地管理层变更，新领导熟悉业务需求时间，在战略规划与日常经营上思路与此前或也将存在差异，可能对 2025 年负债端业绩产生短期影响。


附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万美元)						主要财务指标 (美元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保险收益	16,319	17,514	18,792	19,772	20,810	每股指标 (元)					
保险服务支出	-10,434	-12,078	-12,904	-13,448	-13,975	每股收益	0.31	0.35	0.51	0.57	0.62
分出保费净值	-419	-345	-421	-446	-439	每股净资产	4.18	3.84	3.87	4.01	4.18
保险服务业绩	5,466	5,091	5,467	5,878	6,396	每股内含价值	6.44	6.31	6.52	6.87	7.35
利息收入	7,267	7,820	8,624	9,072	9,433	每股新业务价值	0.29	0.38	0.44	0.48	0.53
其他投资收益	-38,880	4,746	2,286	2,786	2,786						
投资收益	-31,613	12,566	10,910	11,858	12,219	价值评估 (倍)					
保险合同财务收益	30,957	-10,456	-7,000	-7,500	-7,500	P/E	25.95	22.97	15.93	14.18	12.96
再保险合同财务收益	67	65	70	73	77	P/B	1.94	2.10	2.09	2.02	1.93
投资合同负债变动	1,106	-572	-600	-600	-600	P/EV	1.26	1.28	1.24	1.18	1.10
第三方权益的变动	34	-56	-11	-11	-11	VNBX	27.96	21.43	18.29	16.79	15.23
投资业绩净额	551	1,547	3,369	3,821	4,185						
收费收入	138	114	141	151	147	盈利能力指标					
其他营运收入	301	294	331	337	352	净资产收益率		8.78%	13.15%	14.46%	15.23%
其他费用	-1,896	-1,752	-2,032	-2,137	-2,250	总资产收益率		1.35%	1.82%	1.90%	1.92%
其他财务成本	-385	-463	-497	-523	-550						
税前经营溢利	4,175	4,831	6,779	7,526	8,281	盈利增长					
应占联营公司损益	-121	-267	-194	-148	-208	净利润增长率		13.00%	44.14%	12.34%	9.43%
除税前溢利	4,054	4,564	6,585	7,378	8,073	内含价值增长率	-5.65%	-2.06%	3.34%	5.44%	6.96%
所得税	-689	-783	-1,119	-1,254	-1,372	新业务价值增长率	-8.14%	30.47%	17.14%	8.98%	10.22%
净利润	3,365	3,781	5,465	6,124	6,701						
归母净利润	3,331	3,764	5,426	6,095	6,670	内含价值 (百万元)					
						新业务价值	3,092	4,034	4,726	5,150	5,676
资产负债表 (美元百万元)						NBV/EV	4.24%	5.86%	7.01%	7.39%	7.72%
现金及现金等价物	8,020	11,525	13,830	15,905	18,290	预期回报/EV	5.30%	7.59%	6.50%	6.50%	6.50%
金融投资	232,711	248,958	266,385	285,032	304,984	营运经验差异/EV	0.41%	0.11%	0.10%	0.21%	0.15%
其他资产	29,740	25,836	28,931	32,934	38,184	营运假设变动/EV	-0.08%	-0.06%	0.00%	0.00%	0.00%
总资产	270,471	286,319	309,146	333,871	361,459	财务费用/EV	-0.49%	-0.59%	-0.59%	-0.59%	-0.59%
保险合同负债	181,851	203,271	221,981	241,307	262,685	ROEV	9.38%	12.91%	13.02%	13.50%	13.79%
其他负债	43,472	41,454	45,270	49,211	53,571	期末内含价值	68,865	67,447	69,697	73,488	78,604
总负债	225,323	244,725	267,250	290,518	316,256						
股本	14,171	14,176	14,177	14,177	14,177						
归属于母公司股东权益	44,672	41,111	41,413	42,870	44,720						
少数股东权益	476	483	483	483	483						
总权益	45,148	41,594	41,896	43,353	45,203						
总负债及权益	270,471	286,319	309,146	333,871	361,459						

来源：公司年报、iFinD，国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究