

保险	收盘价 港元 61.25	目标价 港元 84.00	潜在涨幅 +37.1%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 3 月 17 日

友邦保险 (1299 HK)

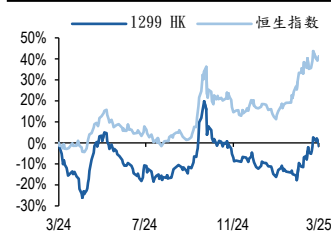
新业务价值略低于市场预期

- 2024 年新业务价值同比增长 18%，符合我们预期，低于市场预期 2%。新业务价值率为 54.5%，同比提升 1.9 个百分点，主要来自产品结构变化。香港市场新业务价值占比 35%，贡献最大，同比增长 23%，本地业务/内地访客新业务价值同比分别增长 24%/22%，价值率同比提升 8 个百分点。中国内地市场新业务价值同比增长 20%，其中新进入市场同比增长 27%；价值率同比提升 4.8 个百分点。泰国、新加坡市场新业务价值同比均增长 15%，马来西亚同比增长 10%。
- 随着公司获批进入新的省市，中国内地市场业务仍有持续增长动力。1) 4Q24 友邦获批新进入 4 个省市（安徽、山东、重庆、浙江），公司仍维持未来每年新进入 1-2 个省市的指引；2) 1Q24 新业务价值形成较高基数，随着公司将储蓄产品转向分红型，价值率可能有所下降，但公司预计 1Q25 新业务价值率仍有望维持在 50% 以上；3) 考虑到市场利率变动，公司在 2024 年末下调中国内地投资收益率假设。
- 营运利润符合市场预期。2024 年营运利润（OPAT）同比增 7%，每股增 12%，好于公司指引（2023-26 年 CAGR 9-11%）；归母净利润好于市场预期。
- 每股分红保持增长，股东回报有持续性。2024 年每股 UFSG（Underlying free surplus generation）同比增 10%。根据公司 2024 年 4 月提出的资本管理计划，每年净自由盈余的 75% 将以分红和股票回购的方式回报股东。公司公布末期股息同比增长 10%，并提出新的 16 亿美元股票回购计划（其中 6 亿美元为根据资本管理计划派息金额，定期检视集团资本状况后额外增加 10 亿美元，计划 2025 年完成）。
- 维持买入评级。公司具有均衡的地区、渠道和产品结构，兼具稳健性与成长性，注重持续的股东回报。维持买入评级和目标价 84 港元。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	74.55
52周低位 (港元)	46.00
市值 (百万港元)	652,667.75
日均成交量 (百万)	63.05
年初至今变化 (%)	8.79
200天平均价 (港元)	58.28

资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com

(86) 10 8393 5331

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	6,638	9,379	9,712	10,526	11,217
同比增长 (%)	10.3	41.3	3.5	8.4	6.6
净利润 (百万美元)	3,764	6,836	7,111	7,797	8,376
每股盈利 (美元)	0.33	0.63	0.68	0.75	0.82
同比增长 (%)	16.7	91.2	7.0	11.0	8.8
前EPS预测值 (美元)			0.51	0.56	
调整幅度 (%)			33.7	33.7	
市盈率 (倍)	23.8	12.4	11.6	10.5	9.6
每股内含价值 (美元)	5.94	6.15	6.74	7.44	8.20
P/EV (倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
市账率 (倍)	2.18	2.10	1.83	1.62	1.44

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 主要财务指标预测

百万美元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运利润 (OPAT)	6,421	6,213	6,605	6,980	7,413	7,874
同比增速		-3.2%	6.3%	5.7%	6.2%	6.2%
合同服务边际	50,225	53,115	56,231	59,613	63,346	67,332
同比增速		5.8%	5.9%	6.0%	6.3%	6.3%
新业务价值	3,092	4,034	4,712	5,084	5,467	5,850
同比增速		30.5%	16.8%	7.9%	7.5%	7.0%
新业务价值率	57.0%	52.6%	54.5%	53.9%	53.6%	53.4%
EV 营运利润	6,845	8,890	10,025	10,234	10,767	11,474
同比增速		29.9%	12.8%	2.1%	5.2%	6.6%
EV 营运回报率	9.4%	12.9%	14.9%	15.4%	15.2%	14.9%
EV 权益	71,202	70,153	69,035	73,456	79,808	86,706
同比增速		-1.5%	-1.6%	6.4%	8.6%	8.6%
内涵价值	68,865	67,447	66,329	70,750	77,102	84,000
同比增速		-2.1%	-1.7%	6.7%	9.0%	8.9%
ROAA		1.4%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%
ROAE		8.8%	16.8%	16.6%	16.3%	15.8%
Operating ROE		14.5%	16.2%	16.3%	15.5%	14.8%
每股指标 (美元)						
BPS	3.81	3.62	3.75	4.30	4.86	5.47
EPS	0.28	0.33	0.63	0.68	0.75	0.82
每股营运利润 (OPAT)	0.55	0.55	0.61	0.66	0.71	0.77
EVPS	5.9	5.9	6.1	6.7	7.4	8.2
每股股息	0.19	0.20	0.22	0.23	0.25	0.27

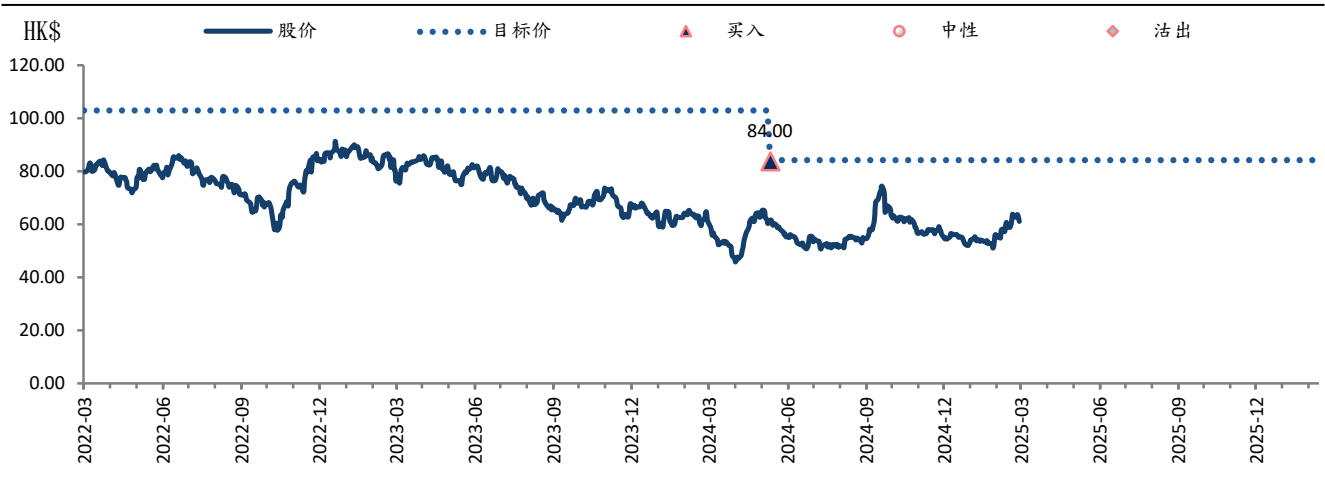
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 主要假设和预测调整

	原预测 2025E	新预测 2025E	变动	原预测 2026E	新预测 2026E	变动
归母净利润	5,475	7,111	29.9%	6,037	7,797	29.1%
营运利润 (OPAT)	7,106	6,980	-1.8%	7,635	7,413	-2.9%
EV 营运利润	10,306	10,234	-0.7%	11,200	10,767	-3.9%
新业务价值	5,370	5,084	-5.3%	5,903	5,467	-7.4%
新业务价值率	55.9%	53.9%	-2.0ppts	56.3%	53.6%	-2.6ppts
EV 权益	76,927	73,456	-4.5%	83,880	79,808	-4.9%
ROAE	13.2%	16.6%	+3.4ppts	13.5%	16.3%	+2.8ppts
Operating ROE	17.2%	16.3%	-0.9ppt	17.1%	15.5%	-1.6ppt

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3:友邦 (1299 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4:交银国际金融行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3908 HK	中金公司	买入	16.40	17.50	6.7%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6066 HK	中信建投	买入	10.44	12.00	14.9%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	14.60	17.00	16.4%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	22.85	25.00	9.4%	2024 年 10 月 30 日	内地综合性证券公司
6837 HK	海通证券	中性	6.45	7.00	8.5%	2024 年 11 月 05 日	内地综合性证券公司
6060 HK	众安在线	买入	13.04	15.00	15.0%	2024 年 08 月 28 日	内地互联网财险公司
966 HK	中国太平保险	买入	12.84	15.00	16.8%	2024 年 11 月 23 日	内地寿险公司
2628 HK	中国人寿	买入	16.52	19.00	15.0%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2601 HK	中国太保	买入	26.10	32.00	22.6%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
1336 HK	新华保险	买入	30.90	30.50	-1.3%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2318 HK	中国平安保险	买入	49.15	60.00	22.1%	2024 年 10 月 22 日	内地寿险公司
2328 HK	中国人保财险	买入	13.54	14.90	10.0%	2024 年 10 月 30 日	内地财险公司
LX US	乐信集团	买入	10.53	4.20	-60.1%	2024 年 11 月 26 日	金融科技
QFIN US	奇富科技	买入	43.19	38.40	-11.1%	2024 年 11 月 20 日	金融科技
FINV US	信也科技	买入	8.71	7.20	-17.3%	2024 年 11 月 19 日	金融科技
1299 HK	友邦保险	买入	61.25	84.00	37.1%	2024 年 05 月 27 日	泛亚保险公司
FUTU US	富途控股	买入	118.47	135.00	14.0%	2025 年 03 月 14 日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 3 月 14 日

财务数据

损益表 (百万美元)

年结12月31日	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险收益	16,319	17,514	19,314	21,149	23,052	25,012
保险服务业绩	5,466	5,091	5,769	5,969	6,268	6,583
投资回报	-31,613	12,566	11,937	12,547	13,644	14,554
投资回报业绩	551	1,547	3,610	3,742	4,258	4,634
分占联营/合资公司亏损	-121	-267	351	369	376	383
税前溢利	4,054	4,564	7,831	8,147	8,931	9,595
纯利	3,365	3,781	6,853	7,129	7,816	8,397
归母净利润	3,331	3,764	6,836	7,111	7,797	8,376

资产负债表简表 (百万美元)

截至12月31日	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8,020	11,525	8,101	8,344	8,594	8,852
金融投资小计	232,711	248,958	272,151	295,212	317,297	338,469
投资物业	4,600	4,504	4,570	4,616	4,662	4,708
保险及再投资合约资产	7,800	7,504	6,702	6,769	6,837	6,905
其他资产	17,340	13,828	13,930	15,673	17,770	19,568
总资产	270,471	286,319	305,454	330,614	355,160	378,503
保险合同负债	181,851	203,271	221,412	239,125	255,864	271,216
投资合约负债	9,092	9,170	6,967	7,037	7,107	7,178
借贷	11,206	11,800	13,329	14,662	15,981	17,260
其他负债	23,174	20,484	22,933	24,309	25,524	26,545
总负债	225,323	244,725	264,641	285,133	304,477	322,199
友邦保险控股公司股东	44,672	41,111	40,490	45,158	50,360	55,981
总权益	45,148	41,594	40,813	45,481	50,683	56,304

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

主要指标

年结12月31日	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
投资资产		7.0%	9.3%	8.5%	7.5%	6.7%
总资产		5.9%	6.7%	8.2%	7.4%	6.6%
保险合同负债		11.8%	8.9%	8.0%	7.0%	6.0%
总负债		8.6%	8.1%	7.7%	6.8%	5.8%
保险收益		7.3%	10.3%	9.5%	9.0%	8.5%
保险服务业绩		-6.9%	13.3%	3.5%	5.0%	5.0%
投资回报		-139.7%	-5.0%	5.1%	8.7%	6.7%
投资回报业绩		180.8%	133.4%	3.7%	13.8%	8.8%
税前溢利		12.6%	71.6%	4.0%	9.6%	7.4%
净利润		12.4%	81.2%	4.0%	9.6%	7.4%
归属母公司股东净利润		13.0%	81.6%	4.0%	9.6%	7.4%
归母营运利润 (OPAT)	6,421	6,213	6,605	6,980	7,413	7,874
同比增速		-3.2%	6.3%	5.7%	6.2%	6.2%
合同服务边际	50,225	53,115	56,231	59,613	63,346	67,332
同比增速		5.8%	5.9%	6.0%	6.3%	6.3%
新业务价值	3,092	4,034	4,712	5,084	5,467	5,850
同比增速		30.5%	16.8%	7.9%	7.5%	7.0%
新业务价值率	57.0%	52.6%	54.5%	53.9%	53.6%	53.4%
EV营运利润	6,845	8,890	10,025	10,234	10,767	11,474
同比增速		29.9%	12.8%	2.1%	5.2%	6.6%
EV营运回报率	9.4%	12.9%	14.9%	15.4%	15.2%	14.9%
EV权益	71,202	70,153	69,035	73,456	79,808	86,706
同比增速		-1.5%	-1.6%	6.4%	8.6%	8.6%
内涵价值	68,865	67,447	66,329	70,750	77,102	84,000
同比增速		-2.1%	-1.7%	6.7%	9.0%	8.9%
ROAA		1.4%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%
ROAE		8.8%	16.8%	16.6%	16.3%	15.8%
Operating ROE		14.5%	16.2%	16.3%	15.5%	14.8%
BPS	3.81	3.62	3.75	4.30	4.86	5.47
EPS	0.28	0.33	0.63	0.68	0.75	0.82
OPAT per share	0.55	0.55	0.61	0.66	0.71	0.77
EVPS	5.9	5.9	6.1	6.7	7.4	8.2
每股股息	0.19	0.20	0.22	0.23	0.25	0.27

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i) 發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii) 他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii) 對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i) 他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表本報告之30個日曆日前交易或買賣本報告內涉及其所評論的任何公司的證券；ii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擔任本報告內涉及其評論的任何公司的高級人員（包括就房地產基金而言，擔任該房地產基金的管理公司的高級人員；及就任何其他實體而言，在該實體中擔任負責管理該等公司的高級人員或其同級人員）；iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擁有於本報告內涉及其評論的任何公司的證券之任何財務利益。根據證監會持牌人或註冊人操守準則第16.2段，“有聯繫者”指：i) 分析員的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女；ii) 某信托的受託人，而分析員、其配偶、其親生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信托的受益人或酌情對象；或iii) 慣于或有義務按照分析員的指示或指令行事的另一人。

有關商務關係及財務權益之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集團有限公司、湖州燃氣股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武漢有機控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安裝集團股份有限公司、富景中國控股有限公司、中軍集團股份有限公司、佳民集團有限公司、集海資源集團有限公司、君聖泰醫藥、天津建設發展集團股份有限公司、長久股份有限公司、樂思集團有限公司、出門問問有限公司、趣致集團、宜搜科技控股有限公司、老鋪黃金股份有限公司、中贛通信(集團)控股有限公司、地平線、多點數智有限公司、草姬集團控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京賽目科技股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司及/或其集團公司現持有東方證券股份有限公司、光大證券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已發行股本逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i) 複製、複印或儲存，或者(ii) 直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送達延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被视为集團的任何成員作出提議、建議或征求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。本報告的發送對象不包括身處中國內地的投資人。如知悉收取或發送本報告有可能構成當地法律、法則或其他規定之違反，本報告的收取者承諾盡快通知交銀國際證券。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。