

友邦保险 (1299 HK)

新业务价值增长具备韧性，新一轮回购计划提升股东回报至 6%

买入 (维持)

目标价 **89.00 港元**
(此前目标价 94.00 港元)
潜在升幅 **43.1%**
当前股价 **62.20 港元**

中国保险

马毓泽

(852) 3900 0805
nikama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	673,750.4
3 月平均流通量(百万港元)	2,086.6
52 周内股价高/低(港元)	74.55/46.00
总股本(百万)	10832.0

资料来源: FactSet

股东结构

Shareholder 1 Chinese Name	10.0%
Shareholder 2 Chinese Name	10.0%

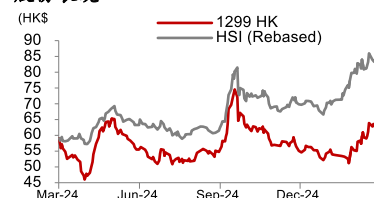
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	12.3%	6.8%
3 - 月	12.8%	-7.2%
6 - 月	13.1%	-17.3%

资料来源: FactSet

股份表现



资料来源: FactSet

公司相关报告:

1. AIA Group Ltd. (1299 HK) - Robust VONB growth in-line; new buyback of US\$1.6bn implying 6% total S/H returns ([link](#))
2. AIA Group (1299 HK) - FY24 preview: OPAT back to growth trajectory; resilient VNB despite modest slowdown in 2H ([link](#))
3. AIA Group (1299 HK) - FY23 VNB +33% in line; strong MCV momentum sustained to 1-2M24, Mar 18, 2024 ([link](#))
4. AIA Group (1299 HK) - AIA Group Ltd. (1299 HK) - 1H24 VNB beat with margin recovery; expect total >US\$7bn cash returns to shareholders in FY24, Aug 26, 2024 ([link](#))

■ **新回购计划如期落地，年内回购金额小幅优于预期。**AIA 宣布新一轮 16 亿美元股份回购计划于 2025 年内完成，其中 6 亿美元来自集团资本管理政策下，75% 目标派付率所对应产生的自由盈余净额 (NFSG) 和额外批准的 10 亿美元。结合 1-2 月已完成的 7 亿美元回购，公司全年股份回购金额为 23 亿美元，对应股东回报率 2.8%。我们此前预计新一轮股份回购计划为 20 亿美元，于一年内完成 ([链接](#))；若以 9 个月等量计，年内新一轮股份回购小幅超预期。

■ **股息延续稳健提升，总股东回报率达 6%。**2024 年末期股息同比增长 10% 至 1.31 美元/股，年度每股股息为 1.75 美元，同比增长 9%；全年股息总额 24 亿美元，对应股息率 3.1%；**2025 年由股息+回购带来的总股东回报率约 6%。**

■ **2H24 新业务价值区域分化加速，友邦中国下调精算假设。**集团新业务价值同比+18% (固定汇率，实际汇率: +17%) 至 47.12 亿美元，略低于我们的预期 (固定/实际汇率: +20%/+18%)；其中 2H/4Q 新业务价值增速放缓至 13%/9% (固定汇率)，低于我们的预期+16%/+14% (固定汇率)，4Q 主要受中国内地产品切换和开门红增速放缓影响 (2H24: -0.2%，4Q24 预计同比低双位数下滑)。集团新业务价值率 54.5%，同比+1.9 个百分点，与此前预期 (54.7%) 基本一致。

具体来看，香港/中国内地/泰国/新加坡/马来西亚/其他市场的新业务价值同比+23%/+20%/+15%/+15%/+10%/+18% (固定汇率口径)，占比 35%/24%/16%/9%/7%/9%。中国内地受投资端长债利率中枢下行的影响，主动下调经济假设 (含长期投资收益率假设/风险贴现率假设: -80bps/-80bps)，假设调整前实际增速有望显著高于 20%。友邦泰国受医疗险重定价影响基本缓解，新业务价值好于我们此前的预期 (固定汇率: +8%)；其他市场全年增速高于此前预期 (固定汇率: +11%)，主要得益于印度 TATA AIA Life 高增长的驱动。我们预计 2025 年公司全年新业务价值同比增长 14% (固定汇率口径)。

■ **核心财务指标保持稳健、营运利润回归正增长。**2024 年集团税后营运利润 (OPAT) 同比+7% (固定汇率) 至 66.05 亿美元；每股税后营运利润同比+12%至 0.6 美元，略超我们的预期，部分得益于股份回购计划的执行减少期内平均股本近 4%，实现集团 FY23-FY26E 9-11%的增长目标。营运 ROE 为 14.8%，同比提升 1.3 个百分点。我们认为 OPAT 增长主要来自于: 1) 盈利性新业务持续正向贡献财务收益，2024 年公司新业务合同服务边际 (同比+11%) 较合同服务边际释放 (同比+7%) 高 36.4%，为未来长期盈利增长的释放奠定基础，亦普遍优于中资同业 (新业务合同服务边际较合同服务边际释放更低)。2024 年合同服务边际的期末余额同比+9.1%至 562.3 亿美元。2) 有效保单预期回报稳健增长至 28 亿美元，同比+9%。3) 净投资收益业绩回归增长。2024 年公司股东资本比率为 236%，相较 200%的目标下限仍有充足的资本释放空间。

■ **股东回报和价值增长共进，估值上修潜力和空间大。**公司股价交易于 1.12x FY25E P/EV，处于历史估值底部区间，上行空间较大。考虑到投资波动和各地区新业务价值增速分化，我们调整基于相对估值法和评估价值法的目标价至 **89.0 港元** (前值: 94 港元)，对应 FY25E 1.60x P/EV。重申“买入”评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
集团税后营运收入 (百万美元)	6,213	6,605	6,823	7,425	8,122
每股营运利润 (美元)	0.54	0.60	0.66	0.73	0.82
市场预估每股营运收益 (美元)	n.a	n.a	0.66	0.74	0.76
P/B 市净率 (倍)	2.2	2.1	1.8	1.5	1.3
P/EV 内含价值率 (倍)	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.6	2.8	3.1	3.4	3.7
股东分配权益营运(%)	14.5	16.2	15.8	15.0	14.2

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

估值及目标价变动

考虑投资收益波动和各地区新业务价值增长分化，我们小幅下调 FY25E/FY26E 每股营运利润 1.5%/3.3%至 0.66/0.73 美元，并下调新业务价值预测 4%/6%至 53.3/60.7 亿美元，对应 FY25 新业务价值同比增速为 14%（固定汇率）。我们采用相对估值法和评估价值法对进行公司估值，按未来 12 个月时间加权平均得出新目标价为 89.0 港元（前值：94.0 港元），对应 1.60 倍 FY25E P/EV。公司目前股价交易于 FY25E 1.12 倍 P/EV，位于历史估值底部区间（3 年/5 年均值：1.3 倍/1.5 倍），估值随股东回报和价值增长的上修空间大，重申“买入”评级。

在相对估值法下，25 年/26 年目标价为 54 和 60 港元，基于 1) 4.4%无风险利率（各营运市场无风险利率的均值）；2) 550 个基点的风险溢价；3) 1.5 倍 Beta（历史平均水平）；和 4) 2%的永续增长率（表 1）。

在评估价值法下，25 年/26 年目标价为 120 和 135 港元，基于 1) 9.1%风险贴现利率（各营运市场 2024 年风险贴现率均值）；2) 8.6%长期投资回报率假设；和 3) 2%永续增长率（表 2）。

相对估值法：P/EV vs RoEV approach based on Gordon Growth Model			
	2025E	2026E	2027E
权益要求回报率	10.0%	10.0%	10.0%
无风险利率	4.4%	4.4%	4.4%
风险溢价	5.5%	5.5%	5.5%
Beta (x)	1.5x	1.5x	1.5x
股权资金成本(COE)	12.6%	12.6%	12.6%
内含价值营运回报(RoEV)	12.3%	12.5%	12.7%
永续增长率	2.0%	2.0%	2.0%
P/EV (x)	0.97	0.99	1.01
集团内含价值(百万美元)	72,732	77,494	83,302
集团总价值(百万美元)	70,501	76,578	83,889
总股份数(百万股)	10,171	9,936	9,723
公允价值(美元)	6.93	7.71	8.63
美元/港元汇率	7.80	7.80	7.80
公允价值(港元)	54.1	60.1	67.3

资料来源：招银国际环球市场预测

评估价值法 (Appraisal value approach)	2025E	2026E	2027E	终期价值
集团内含价值(百万美元)	72,732	77,494	83,302	
集团新业务价值(百万美元)	5,325	6,068	6,941	
	1	2	3	4
风险贴现率(RDR)	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
长期权益投资回报率	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
贴现因子	91.6%	91.2%	90.8%	71.9%
集团新业务价值增速	13.0%	14.0%	14.4%	2.0%
新业务价值增长倍数(NBM)	15.6x			
集团总价值(百万美元)	156,027	172,409	191,869	
总股份数(百万股)	10,171	9,936	9,723	
公允价值(美元)	15.3	17.4	19.7	
美元/港元汇率	7.8	7.8	7.8	
公允价值(港元)	119.6	135.3	153.9	
未来 12 个月目标价(港元)	89.0			
新目标价隐含 P/EV (x)	1.60x			

资料来源：招银国际环球市场预测

评估价值法下新业务增长倍数(NBM)的敏感性分析

		永续增长率 (%)										
		-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.0%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
风险贴现率 (RDR)	5.6%	19.3x	21.0x	23.0x	25.5x	28.6x	32.5x	37.6x	44.7x	55.2x	72.1x	104.0x
	6.1%	17.7x	19.2x	20.8x	22.8x	25.3x	28.3x	32.2x	37.3x	44.3x	54.7x	71.4x
	6.6%	16.4x	17.6x	19.0x	20.6x	22.6x	25.0x	28.0x	31.9x	36.9x	43.9x	54.1x
	7.1%	15.2x	16.2x	17.4x	18.8x	20.5x	22.4x	24.8x	27.8x	31.6x	36.6x	43.5x
	7.6%	14.1x	15.0x	16.1x	17.3x	18.6x	20.3x	22.2x	24.6x	27.5x	31.3x	36.2x
	8.1%	13.2x	14.0x	14.9x	15.9x	17.1x	18.5x	20.1x	22.0x	24.4x	27.3x	31.0x
	8.6%	12.4x	13.1x	13.9x	14.8x	15.8x	16.9x	18.3x	19.9x	21.8x	24.1x	27.0x
	9.1%	11.7x	12.3x	13.0x	13.8x	14.6x	15.6x	16.8x	18.1x	19.7x	21.6x	23.9x
	9.6%	11.0x	11.6x	12.2x	12.9x	13.6x	14.5x	15.5x	16.6x	18.0x	19.5x	21.4x
	10.1%	10.4x	10.9x	11.5x	12.1x	12.8x	13.5x	14.4x	15.4x	16.5x	17.8x	19.4x
	10.6%	9.9x	10.3x	10.8x	11.4x	12.0x	12.6x	13.4x	14.3x	15.2x	16.4x	17.7x
	11.1%	9.4x	9.8x	10.2x	10.7x	11.3x	11.9x	12.5x	13.3x	14.1x	15.1x	16.2x
	11.6%	9.0x	9.3x	9.7x	10.2x	10.6x	11.2x	11.8x	12.4x	13.2x	14.0x	15.0x
	12.1%	8.5x	8.9x	9.2x	9.6x	10.1x	10.5x	11.1x	11.7x	12.3x	13.1x	13.9x
	12.6%	8.2x	8.5x	8.8x	9.2x	9.6x	10.0x	10.5x	11.0x	11.6x	12.2x	12.9x

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
保险业务收入	16,319	17,514	19,314	21,309	23,718	26,521
保险服务费用	(10,434)	(12,104)	(13,205)	(14,594)	(16,253)	(18,179)
所持再保险合同净值	(419)	(286)	(418)	(460)	(506)	(556)
保险服务业绩	5,466	5,124	5,691	6,256	6,959	7,785
保险合同财务支出/在保鲜合约财务收入净额	31,122	(10,512)	(6,743)	(10,386)	(12,000)	(13,555)
投资业绩净额	3,597	3,581	3,528	3,292	3,369	3,413
其他费用支出	(1,512)	(1,451)	(1,439)	(1,482)	(1,527)	(1,572)
其他服务业绩	(1,438)	(1,472)	(1,455)	(1,499)	(1,544)	(1,590)
集团税前营运利润	7,504	7,235	7,751	8,036	8,771	9,594
所得税	(1,050)	(1,007)	(1,119)	(1,185)	(1,316)	(1,439)
集团税后营运利润	6,454	6,228	6,632	6,851	7,455	8,155
归属于集团股东的税后营运利润	6,421	6,213	6,605	6,823	7,425	8,122
净利润	3,365	3,781	6,853	6,712	7,280	7,941
归属于集团股东净利润	3,331	3,764	6,836	6,696	7,262	7,922

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
资产						
无形资产	3,277	3,615	3,478	3,548	3,619	3,692
投资于联营及合营公司资产	2,056	1,331	1,710	1,779	1,851	1,926
物业、厂房及设备	2,844	4,058	4,447	4,536	4,628	4,721
投资物业	4,600	4,504	4,570	4,755	4,947	5,147
保险合同资产	2,037	1,457	972	1,021	1,072	1,125
再保险合同资产	5,763	6,047	5,730	6,017	6,317	6,633
金融资产投资:	232,711	248,958	272,151	294,547	321,890	348,361
按摊销成本计算	6,353	5,888	6,169	6,677	7,296	7,896
按公允价值计入其他综合收入	86,060	88,612	98,289	106,377	116,253	125,813
按公允价值计入损益	140,298	154,458	167,693	181,493	198,341	214,651
递延税项资产	229	301	549	560	571	583
当期可回收税项	117	207	219	223	228	232
其他资产	4,524	4,316	3,527	3,598	3,670	3,744
现金及现金等价物	8,020	11,525	8,101	8,762	9,568	10,349
总资产	270,471	286,319	305,454	329,345	358,361	386,512
负债和股东权益						
保险合同负债	181,851	203,271	221,412	241,187	263,383	288,021
投资合同负债	9,092	9,170	6,967	7,681	8,468	9,336
长期借款	11,206	11,800	13,329	14,695	16,201	17,862
回购协议款项债务	1,748	3,461	4,616	4,802	4,997	5,198
衍生金融工具	8,638	8,035	8,615	8,963	9,325	9,702
拨备	153	174	202	210	219	227
递延税项负债	3,409	3,204	4,116	4,282	4,455	4,635
当前税项负债	467	387	220	229	238	248
其他负债	4,264	4,887	4,909	475	(2,466)	(11,532)
总负债	225,323	244,725	264,641	282,803	305,124	324,030
股本	14,171	14,176	14,183	14,192	14,201	14,212
留存收益	46,499	44,333	44,691	46,741	49,429	54,330
股东权益总额	44,672	41,111	40,490	46,137	52,743	61,892
少数股东权益	476	483	323	405	494	591
总权益	45,148	41,594	40,813	46,542	53,237	62,482
总负债和股东权益	270,471	286,319	305,454	329,345	358,361	386,512

每股数据	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
每股股息(美元)	0.20	0.21	0.22	0.25	0.27	0.30
每股营运利润(美元)	0.54	0.54	0.60	0.66	0.73	0.82
稀释后每股营运利润(美元)	0.54	0.54	0.60	0.66	0.73	0.82
市场预估每股营运利润(美元)	n.a	n.a	n.a	0.66	0.74	0.76
每股内含价值(美元)	5.85	5.92	6.38	7.15	7.80	8.57
每股新业务价值(美元)	0.26	0.36	0.44	0.53	0.62	0.72
基本股数 (百万股)	11,781	11,399	10,832	10,171	9,936	9,723
盈利能力	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
股东分配权益营运利润	12.8%	14.5%	16.2%	15.8%	15.0%	14.2%
内含价值营运利润回报	9.0%	13.0%	14.9%	15.5%	16.2%	16.9%
新业务价值利润率	57.0%	52.6%	54.5%	55.6%	56.7%	57.6%
估值	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市价/内含价值率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
市净率(倍)	2.1	2.2	2.1	1.8	1.5	1.3
股息率(%)	2.5	2.6	2.8	3.1	3.4	3.7
股息分派比例(%)	36.6	38.4	37.7	37.7	37.1	36.5

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操守守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。