

# 新增 16 亿美元回购计划， 高增速与高股东回报并存

## 核心观点

2024 年在去年同期高基数下公司各分部均实现强劲增长，年化新保费同比+14%，且得益于公司持续优化产品结构和设计，新业务价值率同比+1.9pct 至 54.5%，驱动公司价值增长。公司每股 OPAT 同比+12%，符合公司此前给出的 2023-2026 年每股 OPAT CAGR 为 9%-11% 的指引。展望未来，公司代理人产能和人数的增长以及在中国内地四个省市获批筹建的分公司将有望带来庞大的增长潜力。而在稳健的派息及新一轮股份回购计划下，2025 年公司的总股东回报率将达到 6%，我们认为公司长期经营能力稳健，高增速和高股东回报有望并存。

## 事件

公司公布 2024 年业绩，并宣布推出新一轮 16 亿美元回购

1) 公司年化新保费 (ANP) 同比+14% 至 86.06 亿美元；2) 新业务价值 (VONB) 同比+18% 至 47.12 亿美元。新业务价值率则同比+1.9pct 至 54.5%。3) 内含价值 (EV) 达 716 亿美元，其中内含价值营运溢利 100.25 亿美元，每股同比分别+9%/19%；ROEV 达 14.9%，同比+2.0pct。4) 产生的基本自由盈余 (OPAT) 达 63.27 亿美元，每股同比+12%；5) 末期每股股息 130.98 港仙，同比+10%；6) 股东回报：在 25 年 2 月顺利完成 120 亿美元的股份回购计划之后，董事会再次公布新一轮 16 亿美元股份回购计划，将于 2025 年内完成；2025 年股东回报率将有望达 6%。

## 简评

### 1、保费：旺盛需求延续，保费收入增长稳健

2024 年在旺盛需求推动下公司保费收入高增延续，公司年化新保费 (ANP) 按实际汇率<sup>1</sup>同比+14% 至 86.06 亿美元，且所有地区均实现两位数以上同比增速。其中，(1) 中国香港：2024 年在去年同期通关恢复的高基数下，年化新保费仍实现 8% 的较高增速，显示出本地客户和访港旅客的高需求。(2) 中国内地：受益于代理人队伍的顺利增员和银保渠道的产能提升，年化新保费同比+10%；(3) 新加坡：公司捕捉到新加坡旺盛的财富管理

<sup>1</sup> 除特殊说明外，下文所有同比数据均基于实际利率口径

## 友邦保险 (1299.HK)

维持

买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

发布日期：2025 年 03 月 19 日

当前股价：63.40 港元

目标价格 6 个月：80.90 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12 月最高/最低价 (港元)	14.44/6.63	14.96/-9.74	7.37/-40.63
总股本 (万股)			1,069,419.47
流通 H 股 (万股)			1,069,419.47
总市值 (亿港元)			6,322.24
流通市值 (亿港元)			6,805.26
近 3 月日均成交量 (万)			3692.48
主要股东			
The Bank of New York Mellon Corporation			10.29%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 24.08.25 【中信建投保险 II】友邦保险(1299): 高基数下价值增长强劲, OPAT 指引彰显强大信心
- 24.03.16 【中信建投保险 II】友邦保险(1299): 友邦保险 2023 年年报点评: 年化新保费增长亮眼, 新业务价值率有所承压

需求，于 2024 年 4 月在新加坡设立“友邦国际财富管理”（AIA International Wealth）为当地高净值客户提供财富管理服务；在此推动下 2024 年化新保费同比大幅增长 52%。

## 2、价值率：产品结构有所优化，新业务价值率明显改善

主要受益于产品结构优化，公司 2024 年新业务价值率同比+1.9pct 至 54.5%，除新加坡外其余地区新业务价值率均有所改善。

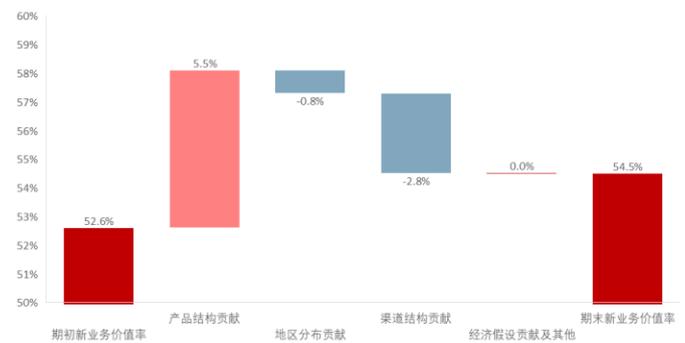
分地区而言，1) 在中国内地，受益于“最优秀代理”人数和产能的提升和银保渠道报行合一新规实施后价值率的改善，友邦中国新业务价值率同比+4.9pct 至 56.1%；2) 在中国香港，公司于 2024 年对原有的分红储蓄产品（盈御多元货币计划）进行了升级，在提高客户预期回报的同时改善盈利能力；同时公司还推出了一系列保障型产品，带动新业务价值率同比+8.0pct 至 65.5%；3) 在新加坡，由于友邦 2024 年销售的产品主要以长期储蓄产品为主，因此其新业务价值率同比-16.8pct 至 50.5%。

图 1:公司新业务价值率变动拆解



数据来源：公司公告，中信建投

图 2:2024 年公司新业务价值率变动拆解

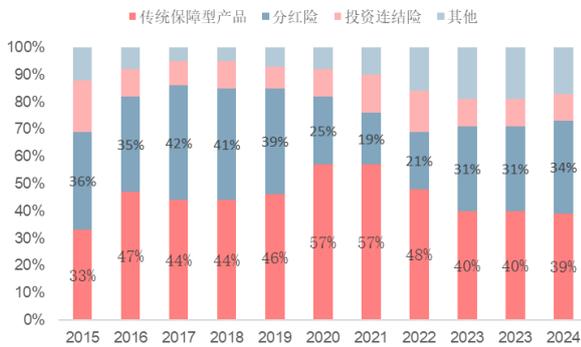


数据来源：公司公告，中信建投

1) 从产品结构来看，此前，由于储蓄型产品热销公司新业务价值率受到了一定的不利影响；2024 年，公司持续进行产品创新力度，提供多样性的产品组合以满足客户的健康保障和财富管理需求；例如在上半年来在中国香港推出了“大湾区医荟通”门诊计划，为大湾区居民提供综合门诊保障；在中国内地推出了多款高端重疾险产品且加大了代理人渠道对保障型产品的销售力度，2024 年中国内地代理渠道的传统保障型产品新业务价值同比+26%，占该渠道新业务价值的 46%。综合而言，产品结构的优化贡献了新业务价值率 5.5pct 的增幅。

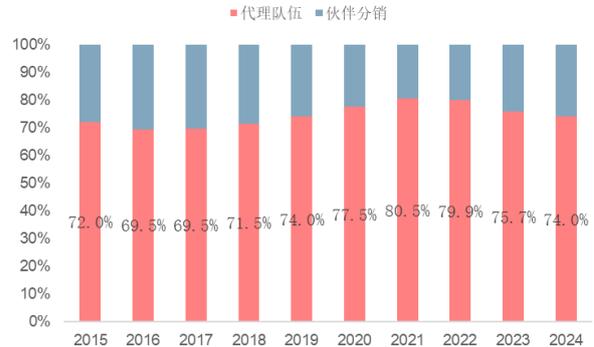
2) 而从渠道结构来看，2024 年伙伴分销渠道表现亮眼，新业务价值同比+28%至 13.01 亿美元，占比达 26%，同比+1.7pct；其中，银保渠道和中介伙伴分销渠道新业务价值同比分别+39/21%，均高于代理渠道的+16%。在更高的伙伴分销渠道新业务价值占比的情况下，渠道结构的变化对新业务价值率造成了-2.8pct 的不利影响。

图 3:公司产品结构占比（按新业务价值计算）



数据来源：公司公告，中信建投

图 4:公司渠道结构占比（按新业务价值计算）



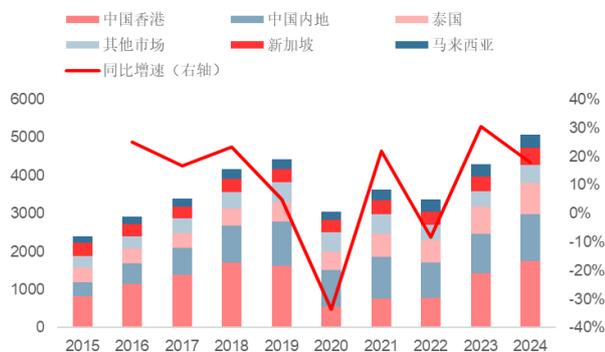
数据来源：公司公告，中信建投

### 3、新业务价值：“量价齐升”下新业务价值增长强劲

综上所述，受益于保费收入的快速增长和新业务价值率的明显改善，公司新业务价值（VONB）同比+18%至 47.12 亿美元，增速快于年化新保费收入的+14%。

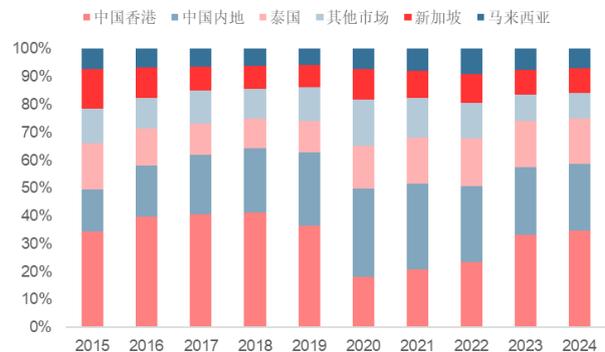
分地区来看，（1）**中国内地**：受益于代理人数量及产能的提升以及银保渠道报行合一新规后价值率的改善，中国内地新业务价值同比+20%至 12.17 亿美元；2024 年友邦中国代理人数量和活跃代理人数量同比+11/9%，且公司获批在安徽、山东、浙江、重庆等四个省市筹建新的分公司，未来有望带来庞大的增长潜力。（2）**中国香港**：受益于产品结构优化以及客户的旺盛需求推动，中国香港新业务价值同比+23%至 17.64 亿美元，其中 MCV 业务和本地业务新业务价值同比分别+22%和 24%，反映出内地访客和本地居民的旺盛需求；此外公司新入职代理人数量和活跃新代理人数量同比分别+16/35%，为未来增长奠定了坚实基础；（3）**泰国**：得益于财务顾问（FA）人数的不断增长和产能提升，以及与曼谷银行的良好合作关系，泰国新业务价值同比+15%至 8.16 亿美元，新业务价值率进一步提升 6.2pct 至 99.5%；其中代理人渠道新业务价值同比+17%，源自 10%的代理人生产力提升和 6%的活跃代理人数量增加所推动；（4）**新加坡**：由于友邦新加坡于 2024 年开展了大量财富管理业务，虽然新业务价值率同比-16.8pct 至 50.5%，但受益于保费规模的快速增长，新业务价值同比+15%至 4.54 亿美元。

图 5:公司新业务价值地区分布（百万美元）



数据来源：公司公告，中信建投

图 6:公司新业务价值地区占比



数据来源：公司公告，中信建投

**图 7:公司分地区表现情况 (百万美元)**

	新业务价值 (VONB)			年化新保费 (ANP)			新业务价值率		
	2024	2023	同比增速	2024	2023	同比增速	2024	2023	同比 (pct)
中国内地	1,217	1037	17.4%	2,168	2,023	7.2%	56.1%	51.3%	4.8
中国香港	1,764	1430	23.4%	2,609	2,407	8.4%	65.5%	57.5%	8.0
泰国	816	713	14.4%	821	765	7.3%	99.5%	93.3%	6.2
新加坡	454	394	15.2%	897	586	53.1%	50.5%	67.2%	-16.7
马来西亚	349	319	9.4%	517	473	9.3%	67.3%	67.3%	0.0
其他市场	467	406	15.0%	1,594	1,396	14.2%	29.2%	28.9%	0.3
小计	5,067	4,299	17.9%	8,606	7,650	12.5%	58.2%	55.6%	2.6
总计	4,712	4,034	16.8%				54.5%	52.6%	1.9

单位: 百万美元

总计数字为分地区数据小计扣除合并资本要求、未分配集团总部间开支的价值、集团企业中心税项及非控股权益后所得

数据来源: 公司公告, 中信建投

#### 4、营运利润 (OPAT): 新单保费推动合同服务边际正增长, 指引 2023-2026 增长 9%-11%

2024 年, 在新准则下公司共实现 66.05 亿美元税后营运利润, 同比+7%, 每股同比+12%, 符合公司此前给出的 2023~2026 年 9%~11% 的指引。具体来看, 合同服务边际释放仍为营运利润的最大贡献项, 受益于新单保费的快速增长合同服务边际释放同比增长 6%; 同时, 得益于公司在 2024 年释放了部分于 2023 年设立的医疗理赔拨备, 并加强了对医疗险业务的重定价和理赔管控的增强, 使得营运差异同比大幅改善 2.15 亿美元至 -0.56 亿美元。

分区域来看, 中国香港 OPAT 同比大幅增长 15% 至 24.99 亿美元, 是公司营运利润的最主要来源。此外, 中国内地、泰国、马来西亚等地区 OPAT 均有所改善, 而印度市场则由于去年同期新税法影响利润基数较高, 2024 年营运利润出现了一定下滑。

#### 5、投资收益: 投资收益保持稳健, 权益仓位有所提升

2024 年公司投资收益保持稳健, 公司总投资收益率/固收资产投资收益率分别为 4.8%/4.3%, 同比持平; 截至 2024 年末, 公司总投资资产达 2553 亿美元, 同比+8.2%; 其中, 固收/权益/不动产/其他资产占比分别为 69.1%/24.4%/3.3%/3.3%, 同比分别-5.0%/+6.7%/-0.1%/-1.7pct。

#### 6、股东回报: 股息延续稳健提升, 推出新一轮回购计划, 总股东回报率达 6%

2024 年公司维持“审慎、可持续及渐进”的派息政策, 董事会建议增派末期股息 10% 至每股 1.31 美元, 使得年度每股股息达 1.75 美元, 同比+9%, 对应股息率为 3.1%; 此外, 公司宣布新一轮 16 亿美元的股份回购计划将于 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) 和结合公司财务状况额外批准的 10 亿美元。公司此前在 2025 年 1~2 月已完成了 7 亿美元的股份回购, 在新一轮回购完成后公司全年股份回购金额为 23 亿美元, 对应股东回报率 2.8%。综合而言, 2025 年在稳健的派息及新一轮股份回购计划下, 公司的总股东回报率将达到 6%。

**投资建议：价值改善效果明显，股东回报维持高位，未来增长可期，维持“买入”评级**

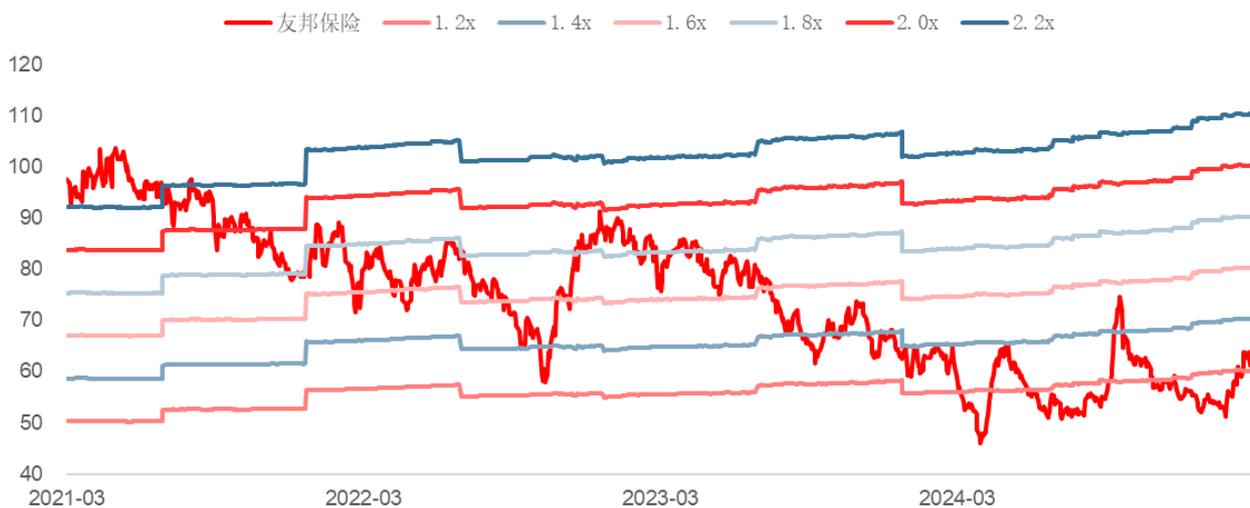
2024年，在公司产品结构优化下新业务价值率改善明显，而得益于居民旺盛的储蓄需求保费收入亦延续高增，新业务价值全年实现了18%的同比增速。展望未来，公司在中国内地、中国香港、泰国等区域的代理人产能和人数均出现明显增长，且公司在中国内地四个省市获批筹建的分公司将有望为公司带来庞大的增长潜力。在稳健的派息及新一轮股份回购计划下，2025年公司的总股东回报率将达到6%，我们认为公司长期经营能力稳健，高增速和高股东回报并存。我们预计2025-2027年公司NBV分别为49.48/53.57/58.18亿美元，同比分别+5.0/8.3/8.6%。考虑到公司未来在中国内地新设分公司以及在不同区域代理人队伍增员所带来的增长潜力，给予公司2025E 1.5x PEV估值，对应合理目标价为80.90港币，维持“买入”评级。

**图 8:公司核心财务指标预测**

	FY22	FY23	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
<b>内含价值分析（百万美元）</b>						
年化新保费	5,407	7,650	8,606	8,954	9,673	10,482
新业务价值	3,092	4,034	4,712	4,948	5,357	5,818
内含价值的预计回报	3,869	5,227	5,628	5,040	5,523	6,030
<b>期末内含价值</b>	<b>68,865</b>	<b>67,447</b>	<b>69,035</b>	<b>75,660</b>	<b>82,598</b>	<b>90,246</b>
<b>主要数据（美元）</b>						
EPS	0.28	0.33	0.63	0.65	0.72	0.76
BPS	3.74	3.57	3.71	4.08	4.40	4.65
DPS	0.19	0.20	0.18	0.20	0.22	0.25
EVPS	5.77	5.86	6.33	6.93	7.57	8.27

数据来源：公司公告，中信建投

**图 9:友邦保险历史 PEV-Band**



数据来源：Bloomberg，中信建投

**图 10:友邦保险核心财务报表预测**

截止12月31日	FY22	FY23	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
<b>利润表 (百万美元)</b>						
保险收益	16,319	17,514	19,314	22,031	24,019	26,292
<b>保险服务业绩</b>	<b>5,466</b>	<b>5,091</b>	<b>5,769</b>	<b>6,363</b>	<b>6,937</b>	<b>7,594</b>
投资回报	-31,613	12,566	11,937	12,200	13,282	14,185
<b>投资业绩净额</b>	<b>551</b>	<b>1,547</b>	<b>3,610</b>	<b>3,828</b>	<b>4,179</b>	<b>4,245</b>
收费收入	138	114	89	91	94	0
其他营运收益	301	294	353	371	389	409
其他开支	-1,896	-1,752	-1,771	-1,860	-1,953	-2,050
其他财务费用	-385	-463	-570	-566	-555	-547
<b>营业支出</b>	<b>-1,980</b>	<b>-1,921</b>	<b>-1,988</b>	<b>-2,055</b>	<b>-2,119</b>	<b>-2,188</b>
分占联营及合营公司收益	-121	-267	351	-100	-99	-98
<b>除税前溢利</b>	<b>4,054</b>	<b>4,564</b>	<b>7,831</b>	<b>8,128</b>	<b>8,993</b>	<b>9,553</b>
所得税	-689	-783	-978	-1,015	-1,123	-1,193
<b>纯利</b>	<b>3,365</b>	<b>3,781</b>	<b>6,853</b>	<b>7,113</b>	<b>7,870</b>	<b>8,360</b>
少数股东权益	34	17	17	17	17	17
<b>股东应占纯利</b>	<b>3,331</b>	<b>3,764</b>	<b>6,836</b>	<b>7,096</b>	<b>7,853</b>	<b>8,343</b>
<b>税后营运溢利</b>	<b>6,421</b>	<b>6,213</b>	<b>6,605</b>	<b>7,398</b>	<b>8,140</b>	<b>9,001</b>
<b>资产负债表 (百万美元)</b>						
无形资产	3,277	3,615	3,478	3,652	3,834	4,026
物业、厂房及设备	2,844	4,058	4,447	4,851	5,267	5,718
金融资产	232,711	248,958	277,838	300,552	323,722	348,831
其中:						
债务证券	165,343	177,758	178,218	191,024	207,149	224,622
股本证券	23,378	19,287	19,797	22,407	23,565	24,820
贷款及存款	4,845	3,995	4,042	5,201	5,723	6,289
保险合同投资	2,037	1,457	972	1,069	1,176	1,294
其他资产	29,602	28,231	24,406	24,351	25,556	27,153
<b>总资产</b>	<b>270,471</b>	<b>286,319</b>	<b>311,141</b>	<b>334,475</b>	<b>359,557</b>	<b>387,022</b>
保险合同负债	181,851	203,271	221,412	243,553	267,909	294,699
投资合约负债	9,092	9,170	6,967	7,154	7,357	7,576
借贷	12,954	15,261	17,945	19,740	21,713	23,885
回购及证券外借协议的债项	1,748	3,461	4,616	5,078	5,585	6,144
其他负债	19,678	13,562	13,701	14,105	8,637	3,666
<b>总负债</b>	<b>225,323</b>	<b>244,725</b>	<b>264,641</b>	<b>289,630</b>	<b>311,201</b>	<b>335,970</b>
归属母公司股东权益	44,672	41,111	40,490	44,522	48,033	50,729
少数股东权益	476	483	323	323	323	323
<b>股东权益合计</b>	<b>45,148</b>	<b>41,594</b>	<b>40,813</b>	<b>44,845</b>	<b>48,356</b>	<b>51,052</b>

数据来源: 公司公告, Wind, Bloomberg, 中信建投

## 风险提示：

**内地访客保费收入恢复不及预期：**内地访客一直是香港寿险市场新单保费的重要来源；由于香港市场保险产品具有的较高竞争力，在内地与香港全面通关以来内地访客需求加速释放，驱动新造业务保费收入快速增长；但倘若内地访客保费收入恢复情况不及预期，则可能给保险公司业绩造成不利影响。

**资本市场波动超预期：**若资本市场波动超预期，则可能会造成保险公司投资收益下滑，一方面可能会导致分红储蓄型产品难以实现预期收益率从而有损产品竞争力，另一方面则可能会对公司业绩直接造成负面影响。

## 分析师介绍

### 赵然

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士，base 上海。上海交通大学金融科技行研团队成员。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融 IT 系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6 年证券研究的工作经验。2018 年 wind 金融分析师（金融工程）第二名 2019 年、2020 年 Wind 金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk