



友邦保险 (01299.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

NBV+13%, Margin+3pct 至 57.5%超预期

业绩简评

4 月 30 日公司披露 25 年第一季新业务摘要, 固定汇率下 NBV +13%。

经营分析

NBV 实现超预期增长。 固定汇率下, 2025Q1NBV 同比 13%至 14.97 亿美元, 其中 margin 同比提升 3.0pct 至 57.5%, 受益于产品组合的有利转向, 但部分被友邦中国经济调整抵消, 年化新保同比+7%。其中, 代理渠道 NBV+21%至 12.18 亿美元, 贡献超 75%, 传统保障和分红产品均录得非常强劲的增长, 代理生产力上升, 活跃代理人人数增加 8%, 新入职代理人人数增加 9%; 伙伴分销 NBV+2%至 3.97 亿美元, 在中国内地以外地区的银保业务录得 21%的 NBV 增长。1) 友邦香港: NBV+16%且占比第一, 在本地及中国内地访客实现均衡增长, 代理渠道及银保渠道实现卓越表现。代理活跃度与生产力持续提升, 取得非常强劲的招聘成果。2) 友邦中国: 基数重算后的可比口径 NBV+8%, 披露口径 NBV 减少 7%, margin 高于 50%, 活跃新代理人人数增加 15%, 支持活跃代理人人数整体增长 6%。公司于 2019 年至 2023 年间成立的新业务地区代理 NBV 增长超过 20%。3) 友邦泰国: 实现了非凡的 NBV 增长, 受惠于自 2025 年 3 月起引入个人医疗保险产品相关的监管变动前, 为代理渠道带来的一次性销售; 银保渠道取得非常强劲的增长。4) 友邦新加坡: 录得卓越的 NBV 增长, 单位链接式长期储蓄产品销售持续强劲, 代理的生产力录得非常强劲的增长。5) 友邦马来西亚: 录得较高的 NBV, 与大众银行的策略性伙伴关系带来了卓越增长, 部分被代理渠道的下跌所抵销。6) 其他市场: NBV 增长非常强劲, 由该分部中大部分市场录得增长所带动。

营运利润: 新业务合约服务边际增长 16%, 有信心实现每股税后营运溢利自 2023 年至 2026 年的复合年均增长率 9%至 11%的目标。

股东回报政策: 近期宣布的 16 亿美元股份回购计划已于 2025 年 4 月 14 日展开, 预期于三个月期间完成。

盈利预测、估值与评级

公司增长韧性较强, 友邦中国税优产品中高产新客户拓展成效显著, 叠加展业区域快速拓展, 预计中长期仍将实现较好增长; 友邦香港内地居民储蓄需求旺盛且香港产品更高的分红预期、香港本地人才引进计划成效持续显现, 新加坡储蓄险占比大幅提升后基数效应消除, 预计后续新马泰价值率整体偏稳定叠加保费稳定增长, 未来 NBV 有望维持双位数左右增长。截至当前, 2025 年 PEV 为 1.04 倍, 估值低位, 建议关注长期配置价值, 维持“买入”评级。

风险提示

前端销售不及预期; 资本市场波动; 经济修复不及预期。

国金证券研究所

分析师: 舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师: 夏昌盛 (执业 S1130524020003)

xiachangsheng@gjzq.com.cn

分析师: 黄佳慧 (执业 S1130525010001)

huangjiahui@gjzq.com.cn

市价 (港币): 54.550 元

相关报告:

1. 《友邦保险港股公司点评: NBV 增长符合预期, 新增 16 亿美元回购》, 2025.3.15

2. 《友邦保险港股公司深度研究: 发展壁垒稳固, 有望迎来价值重估》, 2025.3.13



主要财务指标

项目 (美元)	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
保险收益 (亿元)	175.14	193.14	204.54	215.33	226.78
(+/-)YoY(%)	7.3%	10.3%	5.9%	5.3%	5.3%
归母净利润 (亿元)	37.64	68.36	67.32	76.85	84.21
(+/-)YoY(%)	13.0%	81.6%	-1.5%	14.2%	9.6%
新业务价值 (亿元)	40.34	47.12	54.23	60.29	66.83
(+/-)YoY(%)	30.5%	16.8%	15.1%	11.2%	10.8%
EPS (元)	0.35	0.64	0.63	0.72	0.79
EVPS (元)	6.31	6.46	6.74	7.26	7.86
ROE	8.8%	16.8%	16.3%	17.8%	18.8%
P/E	19.98	11.00	11.17	9.79	8.93
P/EV	1.12	1.09	1.04	0.97	0.89

来源: 公司年报、国金证券研究所


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)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险收益	17,514	19,314	20,454	21,533	22,678	每股指标 (元)					
保险服务支出	-12,078	-13,136	-13,810	-14,492	-15,214	每股收益	0.35	0.64	0.63	0.72	0.79
分出保费净值	-345	-409	-433	-456	-480	每股净资产	3.84	3.79	3.96	4.13	4.25
保险服务业绩	5,091	5,769	6,211	6,585	6,983	每股内含价值	6.31	6.46	6.74	7.26	7.86
利息收入	7,820	7,988	8,369	8,731	9,000	每股新业务价值	0.38	0.44	0.51	0.56	0.62
其他投资收益	4,746	3,949	3,484	4,184	4,484						
投资收益	12,566	11,937	11,853	12,915	13,484	价值评估 (倍)					
保险合同财务收益	-10,456	-7,612	-7,500	-7,500	-7,700	P/E	19.98	11.00	11.17	9.79	8.93
再保险合同财务收益	65	105	66	69	73	P/B	1.83	1.86	1.78	1.70	1.66
投资合同负债变动	-572	-791	-791	-791	-791	P/EV	1.12	1.09	1.04	0.97	0.89
第三方权益的变动	-56	-29	-29	-29	-29	VNBX	18.64	15.96	13.87	12.47	11.25
投资业绩净额	1,547	3,610	3,600	4,664	5,037						
收费收入	114	89	127	137	124	盈利能力指标					
其他营运收入	294	353	356	368	401	净资产收益率	8.78%	16.75%	16.26%	17.78%	18.80%
其他费用	-1,752	-1,771	-1,876	-1,974	-2,079	总资产收益率	1.35%	2.31%	2.12%	2.25%	2.28%
其他财务成本	-463	-570	-604	-635	-669						
税前经营溢利	4,831	7,480	7,814	9,144	9,797	盈利增长					
应占联营公司损益	-267	351	125	-71	140	净利润增长率	13.00%	81.62%	-1.52%	14.16%	9.58%
除税前溢利	4,564	7,831	7,938	9,073	9,937	内含价值增长率	-2.06%	2.35%	4.48%	7.58%	8.36%
所得税	-783	-978	-1,191	-1,361	-1,491	新业务价值增长率	30.47%	16.81%	15.08%	11.18%	10.84%
净利润	3,781	6,853	6,748	7,712	8,446						
归母净利润	3,764	6,836	6,732	7,685	8,421	内含价值 (百万元)					
资产负债表 (美元百万元)						新业务价值	4,034	4,712	5,423	6,029	6,683
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	NBV/EV	5.86%	6.99%	7.86%	8.36%	8.61%
现金及现金等价物	11,525	8,101	8,911	9,802	10,782	预期回报/EV	7.59%	8.34%	8.00%	8.00%	8.00%
金融投资	248,958	272,151	293,923	317,437	342,832	营运经验差异/EV	0.11%	0.24%	0.25%	0.24%	0.25%
其他资产	25,836	25,202	26,464	27,797	29,210	营运假设变动/EV	-0.06%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%
总资产	286,319	305,454	329,298	355,036	382,824	财务费用/EV	-0.59%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-0.75%
保险合同负债	203,271	221,412	238,100	257,974	279,969	ROEV	12.91%	14.86%	15.36%	15.86%	16.11%
其他负债	41,454	43,229	48,557	52,610	57,095	期末内含价值	67,447	69,035	72,128	77,596	84,085
总负债	244,725	264,641	286,657	310,583	337,065						
股本	14,176	14,183	14,183	14,183	14,183						
归属于母公司股东权益	41,111	40,490	42,317	44,130	45,436						
少数股东权益	483	323	323	323	323						
总权益	41,594	40,813	42,640	44,453	45,759						
总负债及权益	286,319	305,454	329,298	355,036	382,824						

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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