

1Q25: NBV 增长稳健

华泰研究

2025 年 4 月 30 日 | 中国香港

季报点评

保险

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

85.00

研究员

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

联系人

SAC No. S0570124070107

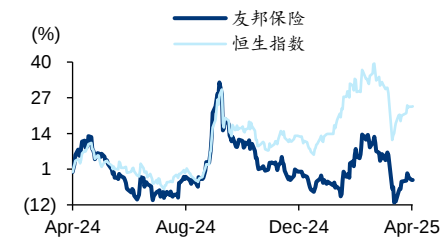
于明汇

yuminghui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	85.00
收盘价(港币 截至 4 月 29 日)	54.55
市值(港币百万)	583,390
6 个月平均日成交额(港币百万)	2,091
52 周价格范围(港币)	48.60-74.60
BVPS(美元)	3.74

股价走势图



资料来源: S&P

友邦保险公布一季度新业务价值(NBV)信息。第一季度 NBV 同比增长 13% (固定汇率口径), 实际汇率下同比亦增长 13%。一季度中国香港 NBV 增长 16%, 中国内地 NBV 受假设调整影响而有所下滑。分渠道看, 代理人渠道 NBV 同比增长 21%, 贡献公司 75% 以上的 NBV, 活跃人力增长 8%; 银行/财务顾问/经纪等合作渠道 NBV 同比增长 2%。同时, 新业务 CSM 同比提升 16%, 增速快于 NBV, 公司重申 2023-2026 每股 OPAT 复合年均增长 9-11% 的目标。考虑到公司保险业务稳健增长, 维持“买入”。

中国内地: NBV 可比口径增长 8%

不考虑经济假设调整的影响, 1Q25 中国内地 NBV 同比上升 8% (固定汇率口径), 增长相对平稳。2024 年末公司下调内地长期投资回报假设 80bps, 导致中国内地 NBV 同比下降 7% (固定汇率口径), 同时 NBV 利润率超过 50%。代理人渠道持续向好, 活跃代理人人数增长 6%, 2019-2023 年开业区域代理人 NBV 增长超 20%。友邦在内地的经营地域不断扩张, 24 年新获批在安徽、山东、重庆及浙江开展业务, 未来中国内地 NBV 有望稳健增长。

中国香港: NBV 增长 16%

1Q25 友邦香港 NBV 同比提升 16%, 在 1Q24 高基数情况下仍达成双位数增长, 延续了 4Q24 增长趋势, 中国香港本地业务和中国内地游客 MCV 业务实现均衡增长。香港市场目前是友邦最大的 NBV 来源。公司代理人活跃度和生产力持续提升, 银保渠道亦增长强劲。我们认为大陆客户业务有望持续对香港市场的 NBV 增长形成支撑。

东南亚业务高速增长

泰国业务 NBV 高速增长, 个人医保产品的监管变动(2025 年 3 月引入)为代理人渠道带来一次性销售, 且受益于与盘谷银行的良好合作, 银保渠道亦强劲增长。新加坡业务表现优秀, 投连型长期储蓄销售强劲, 代理人产能改善明显。马来西亚业务或仅实现正增长, 主要由银保渠道(与大众银行合作)带动, 代理人渠道有所下跌。其他市场 NBV 也实现了强劲增长, 其中印度业务(Tata AIA Life)表现优秀, 各渠道均增长强劲。

盈利预测与估值

考虑到各市场增长情况变化, 我们微调 25/26/27 年 EPS 预测至 USD0.63/0.70/0.78 (调整幅度: 0/0/-1%)。维持基于账面价值法和内含价值法的目标价 HKD85, 维持“买入”评级。

风险提示: NBV 大幅恶化, 投资出现大幅损失。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛保费收入(美元百万)	17,514	19,314	20,524	21,798	23,307
+/-%	7.32	10.28	6.27	6.21	6.92
总投资收益(美元百万)	12,566	11,937	12,397	13,194	14,146
+/-%	(139.75)	(5.01)	3.86	6.43	7.21
归母净利润(美元百万)	3,764	6,836	6,688	7,322	8,085
+/-%	13.00	81.62	(2.16)	9.47	10.41
EPS(美元)	0.33	0.62	0.63	0.70	0.78
DPS(美元)	0.21	0.22	0.26	0.29	0.32
PB(倍)	1.95	1.88	1.68	1.51	1.36
PE(倍)	21.52	11.38	11.16	10.04	9.07
PEV(倍)	1.19	1.10	0.97	0.85	0.75
股息率(%)	2.93	3.20	3.67	4.07	4.49

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分, 请务必一起阅读。

估值方法

我们使用三阶段(50年)DCF模型来对友邦进行估值,估值基于会计指标和内含价值指标。

- 1) 阶段一: 3年, 我们的模型给出明确的预测。
- 2) 阶段二: 下一个10年是防御期。我们对ROE或ROEV和资本增长做出假设。
- 3) 阶段三: 接下来的37年视为长期阶段。我们假设ROE和ROEV逐渐下降, 趋近资本成本。

我们将三个阶段的现金流量按相关资本成本折现至今年年底, 并加入了终值的估算。在考虑股息支付后, 我们得出了友邦6-12个月的远期估值。我们用资本资产定价模型(CAPM)推导出资本成本。无风险利率考虑了业务的地理分布(中国内地: 2.0%, 中国香港: 2.5%, 新加坡: 2.0%, 马来西亚: 2.7%, 泰国: 2.6%, 其他市场: 3.0%)。我们对友邦所有业务使用650个基点的股权风险溢价, 并在1.5倍的beta中考虑了其债务杠杆。我们HKD85的目标价是基于使用账面价值法(HKD62)和内含价值法(HKD108)得出的平均估值。

图表1: 友邦: 关键假设

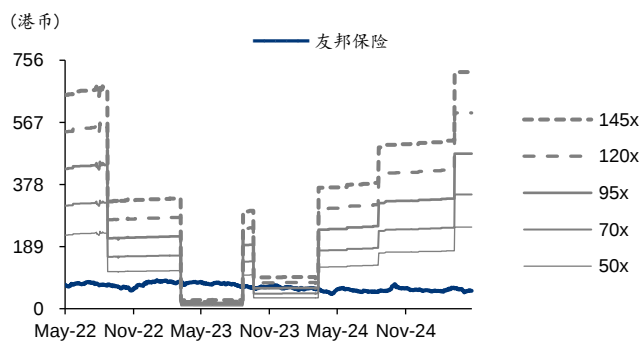
	未来50年的资本回报					
	阶段一			阶段二		阶段三
(%)	2026E	2027E	2028E	2029E	2038E	2075E
内含价值法	16.1	16.2	16.0	17.0	14.0	11.0
账面价值法	17.7	17.6	17.0	17.0	14.0	11.0

资料来源: 华泰研究预测

风险提示

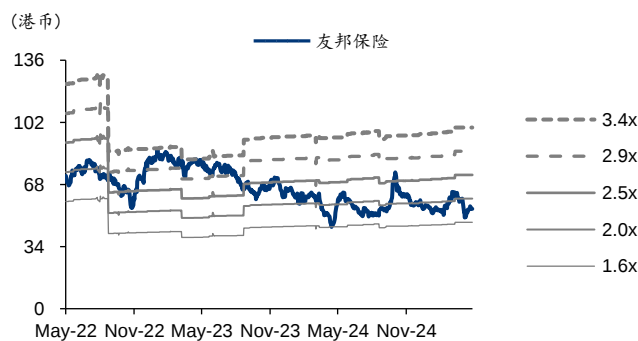
亚太地区经济恢复可能不及预期, 消费者对未来收入信心下降可能会给寿险代理人销售新保单带来困难, 或导致NBV增速放缓; 股票市场的波动可能会导致投资出现大额亏损。

图表2: 友邦保险 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: 友邦保险 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (美元十亿)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛保费收入	18	19	21	22	23
分出保费	0	0	0	0	0
未到期责任准备金提转差	0	0	0	0	0
已赚净保费	18	19	21	22	23
总投资收益	13	12	12	13	14
其他收益	0	0	0	0	0
总收入	30	31	33	35	37
保险给付及赔付	0	0	0	0	0
成本及其他费用	(25)	(24)	(25)	(27)	(28)
总给付, 赔付及费用合计	(25)	(24)	(25)	(27)	(28)
联营企业利润份额	(0)	0	0	0	0
税前利润	5	8	8	9	9
所得税	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	4	7	7	7	8
归母净利润	4	7	7	7	8
少数股东权益	0	0	0	0	0

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	21.52	11.38	11.16	10.04	9.07
PEV (倍)	1.19	1.10	0.97	0.85	0.75
PB (倍)	1.95	1.88	1.68	1.51	1.36
PTNAV (倍)	NA	NA	1.83	1.64	1.47
ROE	8.78	16.75	15.83	15.78	15.71
ROA	1.36	2.32	2.13	2.19	2.25
股息率	2.93	3.20	3.67	4.07	4.49
派息率	63.06	36.41	41.00	40.83	40.72

每股数据

会计年度 (美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	0.33	0.62	0.63	0.70	0.78
DPS	0.21	0.22	0.26	0.29	0.32
BVPS	3.61	3.74	4.18	4.65	5.17
每股有形净资产	0.00	0.00	3.84	4.29	4.80
每股内含价值	5.92	6.37	7.25	8.23	9.33

资料来源:公司公告、华泰研究预测

资产负债表

会计年度 (美元十亿)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产					
现金及存款	12	12	13	14	15
债券	182	196	208	222	239
股票	67	72	77	82	88
其他投资资产	6	6	7	7	8
总投资资产	266	287	304	326	351
其他资产	20	19	20	21	22
总资产	286	305	324	346	372
负债					
保险合同负债	204	222	236	252	272
投资合同负债	9	7	7	8	8
计息应付	15	18	18	19	19
其他负债	17	18	18	19	19
总负债	245	265	280	297	318
权益					
股本	14	14	15	17	19
储备	27	27	29	32	36
其他	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	41	40	44	49	54
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益合计	42	41	44	49	54

增长与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛保费收入增长	7.32	10.28	6.27	6.21	6.92
总投资收益增长	(139.75)	(5.01)	3.86	6.43	7.21
归母净利润增长	13.00	81.62	(2.16)	9.47	10.41
每股盈利增长	17.05	89.08	1.94	11.15	10.75
总资产增长	5.86	6.68	6.08	6.90	7.54
股东权益增长	(7.97)	(1.51)	8.76	10.68	11.09
新业务价值增长	30.47	16.81	14.09	13.59	14.15
集团内含价值增长	(2.06)	2.35	10.69	12.99	13.15

免责声明

分析师声明

本人，李健，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 友邦保險（1299 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 友邦保險（1299 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司