

友邦保险 (01299.HK)

2025 年第一季新业务摘要点评: 新业务价值同比+13%, 新业务价值率开始回暖

买入 (维持)

2025 年 04 月 30 日

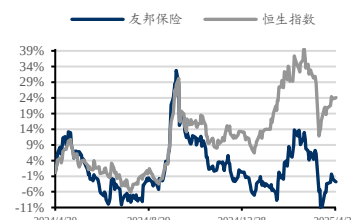
证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险收益 (百万美元)	17514	19314	20108	20968	21897
同比 (%)	7.32%	10.28%	4.11%	4.28%	4.43%
税后营运利润 (百万美元)	6213	6605	7235	7982	8711
同比 (%)	-3.24%	6.31%	9.54%	10.33%	9.13%
EPS (美元/股)	0.35	0.64	0.69	0.80	0.92
EV (美元/股)	6.31	6.46	7.04	7.70	8.46

股价走势



投资要点

- **事件: 友邦保险公布一季度新业务摘要。**1) NBV 15 亿美元, 同比+13% (按固定汇率, 下同)。2) 年化新保费 (ANP) 26.2 亿美元, 同比+7%。3) 新业务合同服务边际同比+16%。
- **NBV: 友邦中国香港表现较好, 友邦中国内地略微承压。**1) 友邦中国香港 NBV 同比+16%。2) 友邦中国内地 NBV 可比口径下同比+8%, 非可比口径下-7%; 2019-2023 年间成立的新分公司区域 NBV 同比增长超 20%。3) 东盟各分部均取得正增长。4) 我们认为中国内地 NBV 承压主要受到下列因素影响: ①根据年报披露数据, 个险渠道新单分红险占比超过 80%, 销售转向分红险会导致 NBV Margin 走低, 进而影响 NBV。②经过去年多波炒停后, 预计个险渠道需求有所降低。③银保渠道取消“3+1”后竞争更为激烈。
- **产品结构及价值率: NBV Margin 回暖。**1) NBV Margin 57.5%, 同比+3pct。友邦中国 NBV Margin 高于 50%。2) 我们认为, 不论从集团整体还是友邦中国来看, NBV Margin 已得到明显改善, 预计今年 NBV Margin 将继续回升。3) 中国内地业务成功转向分红险。泰国受益于引入个人医疗保险产品相关监管变动, 为代理人渠道带来显著的一次性销售。新加坡长期储蓄产品销售持续强劲。
- **渠道及人力: 代理人及伙伴渠道均取得 NBV 正增长。**1) 代理人渠道 NBV 12.2 亿美元, 同比+21%, 占整体 NBV 比例超 75%。2) 新入职代理人人数同比+9%。3) 活跃代理人人数同比+8%; 其中友邦中国活跃代理人人数同比+6%, 活跃新代理人人数同比+15%。4) 伙伴渠道 NBV 4 亿美元, 同比+2%; 在中国内地以外地区同比+21%。
- **股份回购: 16 亿美元回购计划已于 4 月 14 日开始, 公司计划三个月内完成回购。**
- **盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年一季度经营情况, 我们维持公司 2025-2027 年税后营运利润预测于 72.4/79.8/87.1 亿美元。当前市值对应 2025E PEV 1.00x、PB 1.75x, 仍处低位。我们看好中国内地分公司不断扩张为公司带来的有利业绩支撑, 维持“买入”评级。**
- **风险提示: 长端利率趋势性下行, 权益市场波动, 新单保费承压。**

市场数据

收盘价(港元)	54.55
一年最低/最高价	48.60/74.60
市净率(倍)	1.97
港股流通市值(百万港元)	583,389.69

基础数据

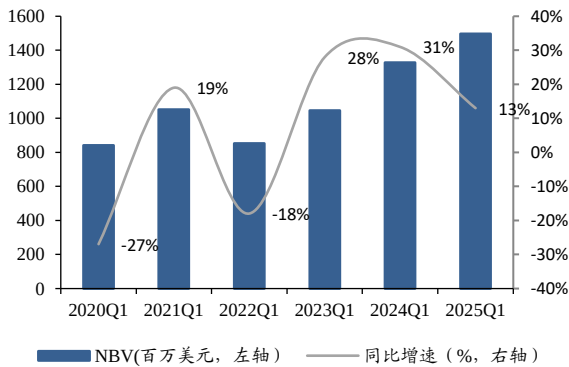
每股净资产(美元)	3.74
资产负债率(%)	86.64
总股本(百万股)	10,694.59
流通股本(百万股)	10,694.59

相关研究

《友邦保险(01299.HK): 2024 年年报点评: NBV 表现出色同比+18%, 加推 16 亿美元股份回购计划》

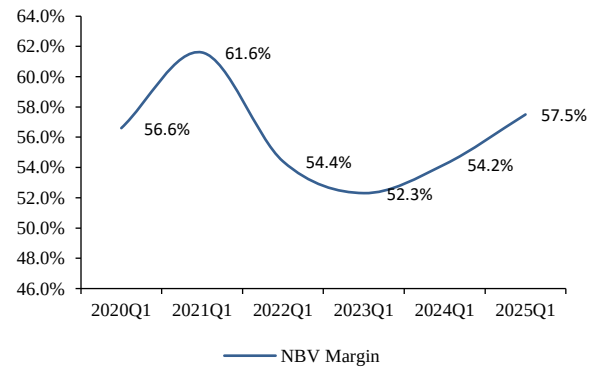
2025-03-15

图1: 友邦保险 2020Q1-2025Q1 新业务价值



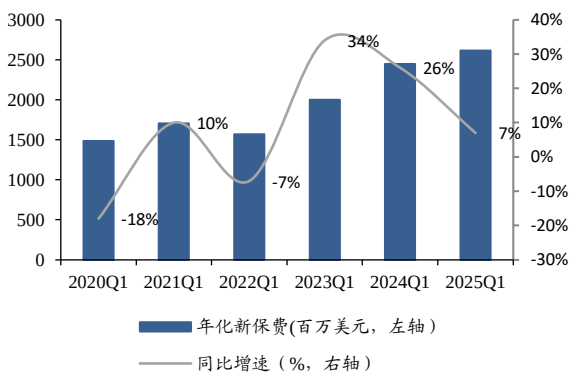
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 友邦保险 2020Q1-2025Q1 新业务价值率



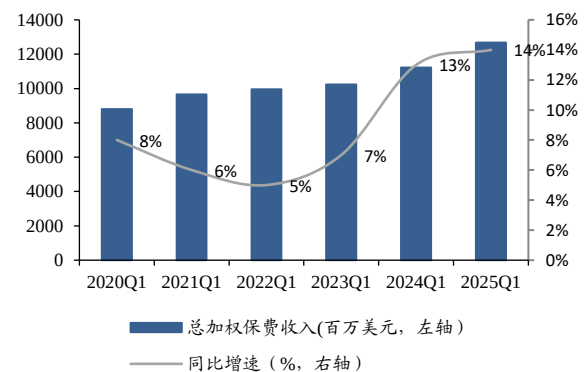
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 友邦保险 2020Q1-2025Q1 年化新保费



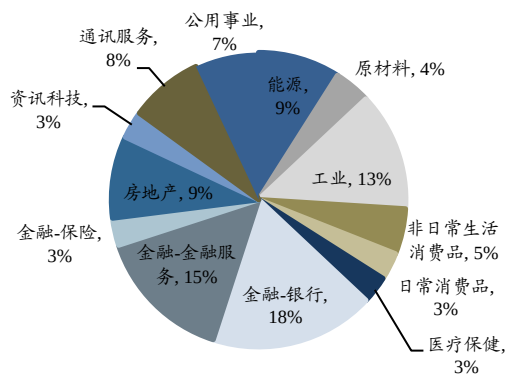
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 友邦保险 2020Q1-2025Q1 总加权保费



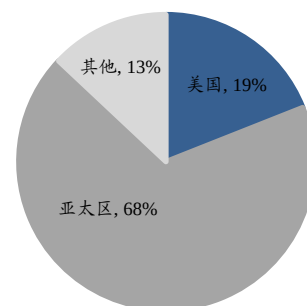
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 按行业划分的其他保单持有人及股东的公司债券



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 按地区划分的其他保单持有人及股东的公司债券



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1：上市保险公司估值及盈利预测

证券简称		价格（元）		EV（元）			1YrVNB（元）		
A 股	人民币	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安（601318）	51.00	78.18	76.34	78.12	82.73	1.58	1.71	1.57	1.77
中国人寿（601628）	36.23	43.54	44.60	49.57	53.27	1.27	1.30	1.19	1.30
新华保险（601336）	47.56	81.93	80.30	82.85	90.72	0.78	0.97	2.00	2.81
中国太保（601601）	30.23	54.01	55.04	58.42	61.71	0.96	1.14	1.38	1.51
中国人保（601319）	7.11	6.52	6.92	7.89	8.88	0.08	0.15	0.26	0.29
证券简称		价格		P/EV（倍）			VNBX（倍）		
A 股	人民币	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安（601318）	51.00	0.65	0.67	0.65	0.62	-17.18	-14.85	-17.31	-17.92
中国人寿（601628）	36.23	0.83	0.81	0.73	0.68	-5.74	-6.42	-11.19	-13.16
新华保险（601336）	47.56	0.58	0.59	0.57	0.52	-44.25	-33.75	-17.60	-15.38
中国太保（601601）	30.23	0.56	0.55	0.52	0.49	-24.86	-21.76	-20.46	-20.86
中国人保（601319）	7.11	1.09	1.03	0.90	0.80	7.10	1.30	-2.97	-6.18
证券简称		价格		EPS（元）			BVPS（元）		
A 股	人民币	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安（601318）	51.00	6.10	4.70	6.95	7.42	47.73	49.37	50.99	57.64
中国人寿（601628）	36.23	2.36	1.63	3.78	3.80	12.95	16.88	18.03	18.59
新华保险（601336）	47.56	6.89	2.79	8.41	9.36	31.41	33.68	30.85	33.80
中国太保（601601）	30.23	3.89	2.83	4.67	5.08	20.42	25.94	30.29	34.19
中国人保（601319）	7.11	0.57	0.51	0.97	1.04	5.04	5.48	6.08	6.64
证券简称		价格		P/E（倍）			P/B（倍）		
A 股	人民币	2022	2023	2024	2025E	2022	2023	2024	2025E
中国平安（601318）	51.00	8.37	10.84	7.34	6.87	1.07	1.03	1.00	0.88
中国人寿（601628）	36.23	15.36	22.17	9.58	9.53	2.80	2.15	2.01	1.95
新华保险（601336）	47.56	6.90	17.05	5.66	5.08	1.51	1.41	1.54	1.41
中国太保（601601）	30.23	7.78	10.68	6.47	5.95	1.48	1.17	1.00	0.88
中国人保（601319）	7.11	12.39	13.81	7.33	6.82	1.41	1.30	1.17	1.07

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（基于 2025 年 4 月 29 日收盘价）

友邦保险财务预测表

主要财务指标 (百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (美元)					保险收益	19314	20108	20968	21897
每股收益	0.64	0.69	0.80	0.92	保险服务开支	-13136	-13793	-14482	-15207
每股净资产	3.79	4.03	4.32	4.70	所持再保险合约的开支净额	-409	-368	-331	-298
每股内含价值	6.46	7.04	7.70	8.46	保险服务业绩	5769	5947	6154	6392
每股新业务价值	0.44	0.51	0.56	0.61	利息收益	7988	8205	8482	8837
每股税后营业利润	0.62	0.68	0.74	0.81	其他投资回报	3965	5541	6828	8026
价值评估 (倍)					投资回报	11937	13745	15309	16862
P/E	11.00	10.23	8.74	7.66	投资业绩净额	3610	5107	6349	7567
P/B	1.86	1.75	1.63	1.49	其他开支	-1771	-1790	-1701	-1616
P/EV	1.09	1.00	0.91	0.83	其他财务费用	-570	-702	-737	-774
VNBX	1.31	-0.02	-1.21	-2.32	税前利润	7831	8604	10044	11481
盈利能力指标 (%)					所得税	-978	-1222	-1405	-1616
净投资收益率	3.55%	3.42%	3.37%	3.48%	归属于母公司股东的净利润	6836	7350	8601	9821
总投资收益率	4.28%	4.51%	4.67%	4.96%	少数股东损益	17	33	39	44
净资产收益率	16.88%	17.07%	18.62%	19.53%	税后营业利润	6605	7235	7982	8711
总资产收益率	2.24%	2.25%	2.46%	2.62%					
盈利增长 (%)					资产负债表 (百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润增长率	81.62%	7.51%	17.02%	14.19%	无形资产	3478	3652	3834	4026
内含价值增长率	2.35%	9.08%	9.41%	9.75%	投资物业	4570	4661	4755	4850
新业务价值增长率	16.81%	16.15%	9.19%	9.68%	保险合约资产	972	875	787	709
内含价值 (百万美元)					再保险合同资产	5730	5845	5260	4734
调整后净资产	30527	33580	36938	40631	金融投资	272151	286814	301642	317314
有效业务价值	38508	41723	45453	49793	现金及现金等价物	8101	8506	8931	9378
内含价值	69035	75303	82390	90424	其他资产	3527	4552	12128	21073
一年新业务价值	4712	5473	5976	6555	资产总计	305454	326412	349218	374355
核心内含价值回报率 (%)	15.74%	14.14%	14.09%	14.05%	保险合同负债	221412	236911	251125	266193
寿险新业务保费 (百万美元)					投资合约负债	6967	7315	7681	8065
趸缴新单保费	4526	4811	5117	5446	其他负债	4909	5007	5107	5209
期缴新单保费	7536	8196	8937	9790	负债总计	264641	283025	302685	323712
新业务合计	12062	13007	14054	15237	实收资本	14183	14176	14176	14176
新业务保费增长率 (%)	19.33%	7.84%	8.05%	8.42%	归属于母公司股东权益	40490	43058	46196	50300
标准保费	7989	8677	9448	10335	少数股东权益	323	329	336	343
标准保费增长率 (%)	16.19%	8.62%	8.88%	9.39%	负债和所有者权益合计	305454	326412	349218	374355

数据来源:Wind, 东吴证券研究所, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>