

非银金融

2025 年 04 月 30 日

友邦保险 (01299)

——量价齐升，驱动 NBV 超预期增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 30 日

收盘价 (港币)	58.10
恒生中国企业指数	8067.94
52 周最高/最低 (港币)	74.60/48.60
H 股市值 (亿港元)	5,833.90
流通 H 股 (百万股)	10,694.59
汇率 (人民币/港币)	1.0774

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com
孙冀齐 A0230523110001
sunjq@swsresearch.com

联系人

孙冀齐
(8621)23297818×
sunjq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

量价齐升，驱动 NBV 超预期增长。1Q25 公司实现 NBV14.97 亿美元，yoy (固定汇率口径，下同) +13%，在高基数基础上增速超预期，展现出较强增长韧性。从量价角度来看：1) 量：1Q25 公司 ANP yoy+7%至 26.17 亿美元；2) 价：NBVM 延续增长态势，1Q25NBVM yoy+3.0pct 至 57.5%。投资资产稳步提升，截至 3 月末，公司投资资产规模较 24 年末提升 1.9%至 260.2 亿美元。

多元化渠道布局成效持续显现，代理人及伙伴分销渠道 NBV 均实现增长。1) 代理渠道：1Q25 渠道 NBVyoy+21%至 12.18 亿美元，NBV 贡献占比超 75%，传统保障及分红产品均实现强劲增长；过程指标持续改善，活跃代理人数增加 8%，新入职代理人数增加 9%。2) 伙伴分销渠道：1Q25 渠道 NBV yoy+2%至 3.97 亿美元，主要受中国香港独立财务顾问、经纪渠道及中国大陆银保渠道“报行合一”等因素影响；除中国大陆外，公司银保渠道 NBV 同比高增 21%。

多数细分市场业绩亮眼，经济假设调整阶段性影响中国大陆 NBV 表现：

- **中国香港：本地市场及 MCV 业务双轮驱动 NBV 强劲增长。**1Q25 NBV yoy+16%，本地及 MCV 业务实现均衡增长，代理及银保渠道均表现卓越；过程指标持续优化，代理人活跃度及生产力持续提升，增员表现强劲。
- **中国大陆：经济假设变动阶段性影响 NBV 数值表现。**公司 2024 年年报调整经济假设，受此影响 1Q25NBV 绝对数值 yoy-7%；不考虑经济假设变动的影响，1Q25 友邦人寿 NBV yoy+8%。NBVM 高于 50%，显著优于可比同业；产品组合均衡，增员持续表现亮眼，活跃新代理人数/活跃代理人数增加 15%/6%；区域扩张战略成效显现，新分支机构代理渠道 NBV 增长超 20%，安徽、山东、重庆、浙江分公司于 3 月、4 月开始展业。
- **东南亚及其他：整体增速亮眼。**1) 泰国：个险、银保双轮驱动，实现非凡增长。3 月引入个人医疗保险产品相关的监管变动为代理人渠道带来一次性销售，曼谷银行带动银保渠道增速强劲；2) 新加坡：单位连结式长期储蓄产品销售强劲，带动 NBV 卓越增长；3) 马来西亚：渠道表现分化，与大众银行的战略合作伙伴关系驱动渠道卓越增长，部分增长被代理人渠道下跌抵消；4) 其他：增速强劲，印度合资公司 Tata AIA Life 实现卓越增长。

投资分析意见：维持盈利预测，维持“买入”评级。1Q25 NBV 增速超预期，高基数下仍展现出较强成长性，多元化市场布局优势进一步显现；公司年报发布时宣布的 16 亿美元股份回购计划已于 4 月 14 日开展，回购期为 3 个月，较上期显著缩短，有望对公司估值构成明显支撑。截至 4 月 30 日，公司收盘价对应 PEV(25E)为 1.09x，估值具有明显性价比，维持“买入”评级。

风险提示：利率波动、权益市场波动、汇率波动、需求不及预期、政策影响超预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险收益 (百万美元)	17,514	19,314	20,900	22,744	24,797
同比增长率 (%)	7.3%	10.3%	8.2%	8.8%	9.0%
归母净利润 (百万美元)	3,764	6,836	7,774	8,434	8,949
同比增长率 (%)	13.0%	81.6%	13.7%	8.5%	6.1%
EPS (美元/股)	0.33	0.63	0.74	0.82	0.88
EVPS (美元/股)	5.92	6.40	6.89	7.54	8.31
PE	22.68	11.87	10.15	9.17	8.48
PEV	1.27	1.17	1.09	0.99	0.90

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险收益	17514	19314	20900	22744	24797
保险服务开支	-12078	-13205	-14286	-15533	-16919
所持再保险合同的开支/收入净额	-345	-418	-439	-461	-484
保险服务业绩	5091	5691	6175	6751	7394
利息收益	7820	7988	8354	8756	9176
其他投资回报	4941	3965	5651	6206	6783
金融资产减值亏损净额	-195	-16	-106	-61	-83
投资回报	12566	11937	13900	14901	15876
保险合约的财务开支净额	-10456	-7612	-9858	-10664	-11735
所持再保险合约的财务开支净额	65	105	1125	1217	1340
投资合约负债的变动	-572	-791	-831	-872	-916
合并投资基金第三方权益的变动	-56	-29	0	0	0
投资业绩净额	1547	3610	4337	4582	4565
收费收入	114	89	107	128	154
其他运营收益	294	353	464	557	669
其他开支	-1752	-1771	-1860	-1953	-2050
其他财务费用	-463	-570	-599	-628	-660
占联营及合营公司亏损前溢利	4831	7480	8625	9437	10072
占联营及合营公司亏损/溢利	-267	351	281	225	180
税前溢利	4564	7831	8905	9661	10251
税项开支	-783	-978	-1112	-1207	-1280
税后溢利	3781	6853	7793	8455	8971
归属公司净利	3764	6836	7774	8434	8949

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。