

2025 年 05 月 07 日

友邦保险首次覆盖：百年寿险，砥砺前行

友邦保险 (1299. HK)

主要观点：

► 百年寿险巨擘，业绩稳健增长

友邦保险深耕亚太市场，拥有百年历史，是泛亚地区最大的独立上市人寿保险集团。公司业务覆盖 18 个市场，2024 年税后营运利润创历史新高，同比增长 6.3% 至 66.05 亿美元；新业务价值同比增长 18% 至 47.12 亿美元；价值率提升至 54.5%，展现强劲增长动能。2024 年资本充足率达 257%，远超监管要求，财务状况稳健。

► 高质量代理+高价值产品，构筑竞争优势

公司代理人渠道持续优化，2024 年新业务价值同比增长 15.2%，新业务价值率达 67.6%，持续行业领先。伙伴分销渠道通过与亚太地区多家领先银行建立长期战略合作关系触达高价值客群，并与区域性银行合作实现当地市场覆盖，新业务价值同比增长 28%。公司长期践行“最优代理”策略，MDRT 会员数连续 10 年全球第一。产品端以长期保障型为主，从客需出发首创个性化定制产品，盈利稳定，续保率达 95%，高价值产品组合进一步提升盈利能力。

► 聚焦亚太市场，分享发展红利

友邦在中国内地推进“分改子”战略，市场拓展加速，2024 年新业务价值率达 56.1%，远超行业均值。中国香港市场复苏，2024 年新业务价值同比增长 23%，价值贡献重回集团内各地区首位。“泰新马”市场价值率高（2024 年公司在泰国市场 NBV 高达 99.5%，远超其他地区），增长潜力值得期待。一方面，较高的新业务价值率表明公司在这些地区定价能力较强，竞争优势较大；另一方面，通过多市场布局有助于集团分散风险，提高经营稳定性。

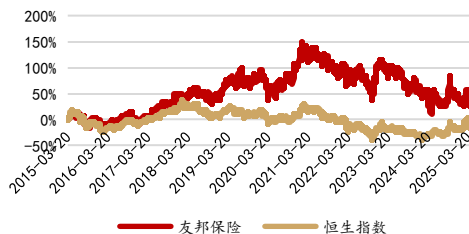
投资建议

考虑到公司在中国内地的区域扩张战略稳步推进，中国香港市场客户对储蓄产品的强劲需求持续，东南亚具备市场潜力、公司竞争优势较大，我们预计公司 2025-2027 年保险收益分别为 208.41/224.36/241.68 亿美元，归母净利润分别为 71.12/77.01/83.54 亿美元，对应 EPS 分别为 0.67/0.72/0.78 美元，对应 EVPS 分别为 6.66/7.15/7.68 美元。

公司作为全球布局的人身保险公司，长久以来凭借高价值的产品结构、高素质的代理人队伍和中高端客群，2016 年以来 PEV 平均估值在 2.1x 左右，高于内资险企 H 股估值。考虑到最低值和最高值分别为 1.1x 和 3.1x，按照 5 月 6 日收盘价 60 港元（按照汇率 1 港元=0.1289 美元）计算的 2025-2027E PEV 分

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	60.00
股票代码：	1299. HK
52 周最高价/最低价(港元)：	74.60/48.60
总市值(亿港元)	6,417
自由流通市值(亿港元)	6,417
自由流通股数(百万)	9,051



分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

别为 1.16x/1.08x/1.01x，距离历史最高值仍有一定空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

宏观经济增长不及预期；自然灾害频发；监管政策发生变化；资本市场大幅波动；新单销售不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险收益(百万美元)	17,514	19,314	20,841	22,436	24,168
YoY	7.3%	10.3%	7.9%	7.7%	7.7%
归母净利润(百万美元)	3,764	6,836	7,112	7,701	8,354
YoY	13.0%	81.6%	4.0%	8.3%	8.5%
EVPS (美元)	4.76	4.87	6.66	7.15	7.68
EPS (美元)	0.27	0.48	0.67	0.72	0.78
BPS (美元)	2.90	2.85	3.61	3.76	3.91
ROE	9.2%	16.9%	18.4%	19.2%	20.0%
PEV	1.63	1.59	1.16	1.08	1.01
PE	29.13	16.05	11.63	10.74	9.90
PB	2.67	2.71	2.14	2.06	1.98

资料来源：Wind，华西证券研究所 *2023 年 YoY 均基于 2022 年的重述数据

正文目录

1. 百年友邦，寿险典范.....	5
1.1. 历经百年，聚焦亚太稳步扩张.....	5
1.2. 股权结构分散，管理层能力突出.....	6
1.3. 业绩稳健增长，资本实力强劲.....	10
1.4. 分红持续稳健，夯实投资者信心.....	12
2. 借助高质量渠道+高价值产品，实现价值增长.....	12
2.1. 最优代理构筑核心优势，伙伴分销打造新增长极.....	12
2.2. 产品主打保障型，价值率高盈利稳定.....	15
2.3. 投资风格稳健，重视资产负债匹配.....	19
3. 聚焦泛亚地区，分享发展红利.....	21
3.1. 中国内地：“分改子”成效显著，为集团发展提供动能.....	21
3.2. 中国香港：经营指标向好，集团内部地位重回首位.....	23
3.3. 泰新马：市场潜力值得期待.....	25
4. 盈利预测与估值.....	26
5. 风险提示.....	27

图表目录

图 1 2024 年友邦集团执行董事、首席 CEO 兼总裁李源祥的实际薪酬构成.....	10
图 2 友邦税后营运利润及其同比增速.....	11
图 3 友邦新业务价值及其同比增速.....	11
图 4 友邦新业务价值同比增速较中国内地同业更稳定.....	11
图 5 友邦年化新保费及其同比增速.....	11
图 6 友邦新业务价值率较中国内地同业更高且稳定.....	11
图 7 集团资本覆盖率.....	11
图 8 公司每股营运利润和每股股利逐年稳健增长.....	12
图 9 友邦保险各渠道新业务价值贡献.....	13
图 10 友邦保险各渠道新业务价值率.....	13
图 11 友邦保险集团 MDRT 会员人数（人）.....	14
图 12 友邦中国代理人 2023 年人均 NBV 领先同业.....	14
图 13 代理人渠道新业务价值规模（百万美元）及增速.....	14
图 14 代理人渠道年化新保费规模（百万美元）及增速.....	14
图 15 伙伴分销新业务价值规模（百万美元）及增速.....	15
图 16 伙伴分销年化新保费规模（百万美元）及增速.....	15
图 17 友邦保险各类型产品 VONB 贡献.....	16
图 18 友邦保险各类型产品 PVNBP Margin.....	16
图 19 2024 年友邦保险总加权保费结构.....	16
图 20 友邦保险历年营运利润构成.....	16
图 21 友邦保险总投资资产规模及构成（百万美元）.....	19
图 22 单位连结式合约及合并投资基金投资资产构成.....	19
图 23 友邦保险投资端（投连险除外）以固收为主.....	19
图 24 友邦保险固收投资中政府债券约占 50%.....	19
图 25 政府债券评级占比.....	20
图 26 公司债券评级占比.....	20
图 27 友邦保险固收类资产期限结构.....	20
图 28 公司新业务价值分地区贡献.....	21
图 29 公司新业务价值增速分地区贡献.....	21

图 30 友邦中国内地新业务价值率远超中国内地同业	22
图 31 友邦中国内地新业务价值及增速	22
图 32 友邦中国内地年化新保费及增速	22
图 33 中邮人寿保险股权结构（截至 2023 年末）	23
图 34 友邦中国香港年化新保费及增速	24
图 35 友邦中国香港新业务价值及新业务价值率	24
图 36 中国内地客户赴港投保新单规模及增速	25
图 37 全港新单保费中内地访客占比	25
图 38 内地访客赴港投保新增保费结构（2024Q1-3）	25
图 39 近年来访港旅客人次（百万人次）	25
图 40 友邦泰国新业务价值及增速	26
图 41 友邦新加坡新业务价值及增速	26
图 42 友邦马来西亚新业务价值及增速	26
图 43 友邦“新马泰”新业务价值率	26
图 44 上市保险公司（H 股）PEV 走势	27
表 1 友邦保险发展历程	5
表 2 当前友邦保险集团业务覆盖 18 个市场	6
表 3 友邦保险持股排名前 4 的股东（截至 2024 年末）	7
表 4 友邦保险主要高管成员	7
表 5 友邦保险核心管理层薪酬组成部分	9
表 6 友邦保险短期奖励计划	9
表 7 友邦保险长期激励计划（2010-2024 年）	9
表 8 集团执行董事、首席 CEO 兼总裁的年度目标薪酬水平（不包括福利及津贴）中，长期奖励占比均超 50%	10
表 9 2024 年全球百万圆桌会会议（MDRT）会员资格要求	13
表 10 友邦保险伙伴分销业务（不完全统计）	15
表 11 友邦友如意与其他重疾险产品对比	18
表 12 友邦保险 EV 和 NBV 对资本市场波动的敏感性较小	21
表 13 可比公司估值表	27

1. 百年友邦，寿险典范

1.1. 历经百年，聚焦亚太稳步扩张

起源于上海，最大的泛亚地区独立上市人寿保险集团。友邦保险，全称美国友邦保险有限公司（AIA），前身为美国人史戴先生（Cornelius Vander Starr）于 1931 年在上海创立的四海保险公司（INTASCO）。事实上，早在 1919 年，其创始人史戴先生即在上海设立了其保险事业的第一家保险代理公司美亚保险（AAU），后以此为基础，陆续创立了一系列保险公司，包括 1931 年成立的四海保险。1948 年四海保险正式改名为友邦保险。1967 年，在美亚、友邦的基础上，史戴先生组建统辖子公司的母公司美国国际保险集团（AIG），友邦保险负责 AIG 在亚洲的寿险业务。2010 年友邦保险控股有限公司（1299.HK）在中国香港联合交易所主板上市。目前友邦保险已经成为最大的泛亚地区独立上市人寿保险集团，截至 2024 年末，通过遍布亚洲的庞大专属代理、伙伴及员工网络，为超过 4,300 万份个人保单的持有人及逾 1600 万名团体保险计划的参与成员提供服务。

表 1 友邦保险发展历程

年份	具体事件
1919 年	史戴先生在上海成立美亚保险代理公司（AAU, American Asiatic Underwriters），在美国注册，代理美国保险公司在上海的火险及海上保险业务。
1931 年	史戴先生在上海创办四海保险公司（INTASCO, International Assurance Company, Limited）——友邦保险前身。
1939 年	美亚保险代理公司的总部迁至纽约。
1947 年	四海保险公司将总部迁至中国香港。
1948 年	四海保险公司更名为友邦保险（AIA, American International Assurance Company, Listed）。
1950 年	友邦保险在中国内地的业务暂时停顿。
1967 年	在美亚、友邦的基础上，史戴先生组建统辖各子公司的母公司美国国际保险集团（AIG）。
1992 年	友邦保险通过上海分公司恢复在中国内地的业务，成为中国内地首家取得牌照的外资寿险商。
2008 年	美国国际保险集团金融危机期间出现流动性问题，美国政府给予资金援助。
2009 年	美国国家保险集团将亚太地区十多个地区的众多业务合并为友邦保险集团。
2010 年	友邦保险控股有限公司（1299.HK）在中国香港联合交易所主板上市。
2012 年	美国国际保险集团出售持有的所有友邦保险的股票。

资料来源：公司招股说明书，公司年报，中国香港保险咨询网，华西证券研究所

友邦的业务版图持续扩张，截至 2024 年末覆盖亚太区内 18 个市场。1931 年，友邦保险在上海注册为一家中国香港公司，并在新加坡、中国香港、泰国及马来西亚设立分公司。随着 1947 年友邦将总部从上海迁往中国香港，公司将业务进一步延伸至文莱、澳大利亚、新西兰、中国澳门、印尼、韩国、中国台湾、越南、印度、斯里兰卡、缅甸及柬埔寨。2024 年，友邦保险营运利润中，中国香港市场的贡献达 37.7%，

中国内地贡献 24.1%，泰国/新加坡/马来西亚分别贡献 15.4%/10.1%/5.0%，其他市场贡献为 7.7%。

表 2 当前友邦保险集团业务覆盖 18 个市场

地区	进入时间	持股比例	地区	进入时间	持股比例
中国香港	1931 年	100%	印尼	1984 年	49%
新加坡	1931 年	100%	韩国	1987 年	100%
泰国	1938 年	100%	中国台湾	1990 年	100%
菲律宾	1947 年	100%	中国大陆	1992 年（复业）	100%
马来西亚	1948 年	100%	越南	2000 年	100%
文莱	1957 年	100%	印度	2001 年	100%
澳大利亚	1972 年	100%	斯里兰卡	2012 年	100%
新西兰	1981 年	100%	缅甸	2013 年	100%
中国澳门	1982 年	100%	柬埔寨	2015 年	100%

资料来源：公司招股说明书，公司年报，华西证券研究所

1.2. 股权结构分散，管理层能力突出

早期，友邦保险为 AIG 全资子公司，负责 AIG 在亚太区域的寿险业务；2008 年金融危机期间，AIG 为偿还债务将友邦转为独立实体，友邦在中国香港联交所上市，AIG 持股 32.90%；此后逐步减持股份，2012 年末 AIG 售出所持友邦全部股份，双方 90 余年的关系终结。截至 2013 年 5 月 31 日，友邦前 4 大股东分别为摩根大通集团（持股 10.68%）、美国资本集团（持股 7.00%）、贝莱德集团（持股 6.02%）和英国安本资产管理公司及其联系人（持股 5.00%）。

公司股权结构分散，主要股东为专业机构投资者。截至 2024 年末，友邦保险持股排名前 4 的股东均为专业的机构投资者。其中，美国纽约梅隆银行系公司第一大股东，持有公司 10.59% 的股权；贝莱德集团次之，持股占比 5.84%；其余两大股东摩根大通集团和花旗集团分别持股 2.68% 和 0.53%。前 4 家股东合计持股占已发行普通股比例为 19.64%，股权较为分散，无控股股东和实控人。我们认为大股东均为专业机构投资者且持股较为分散，有助于管理层实施更符合大多数股东的经营决策，且管理层决策面临的掣肘较少，有利于提高运营效率。

表 3 友邦保险持股排名前 4 的股东（截至 2024 年末）

序号	股东名称	占已发行普通股比例
1	美国纽约梅隆银行	10.59%
2	贝莱德集团	5.84%
3	摩根大通集团	2.68%
4	花旗集团	0.53%
合计		19.64%

资料来源：Wind，华西证券研究所

管理层履历优秀、从业经验丰富且集中于泛亚地区。集团的管理团队成员拥有丰富的保险行业从业经验，其中友邦保险执行董事、总裁、CEO 李源祥先生曾先后在中信保诚和中国平安担任高管职位，拥有逾 30 年保险业的经验；策略总监、区域 CEO Leo Micheal GREPIN 先生曾任永明金融亚洲区副总裁；销售总监、区域 CEO 陈荣声先生在友邦保险任职 37 年；区域 CEO 陈学旅先生自 2005 年起积极参与寿险业务事务，曾任大东方人寿新加坡 CEO 等多个要职；区域 CEO 张晓宇先生在友邦保险中国任职 24 年。各位高管在泛亚地区的经营经验丰富，为集团推动各个市场相关业务本地化转型与落地提供了扎实的基础。

表 4 友邦保险主要高管成员

姓名	职务	背景
李源祥	执行董事、 总裁、CEO	拥有逾 30 年保险业的经验，为集团内多家公司的董事，包括担任 AIA Co. 的主席兼 CEO。曾任平安执行董事、联席 CEO 及首席保险业务执行官；曾于英国保诚集团担任多个高级职位，包括中信保诚人寿保险有限公司的总经理，于中国香港、印度、印尼、中国台湾、泰国及越南等多个亚洲市场均拥有丰富经验。现为日内瓦保险协会主席、北美精算协会资深会员。
Leo Micheal GREPIN	策略总监、 区域 CEO	负责集团于澳洲、印度和印尼经营的业务，及带领集团的策略及企业发展团队。曾任永明金融亚洲区总裁、麦肯锡公司高级合伙人；曾任职于环球对冲基金桥水基金。
陈荣声	销售总监、 区域 CEO	负责集团于中国香港、中国澳门、中国台湾和菲律宾经营的业务，以及集团代理分销、伙伴分销及企业方案。在友邦保险任职 37 年。曾任友邦保险中国香港及中国澳门 CEO、友邦保险中国区主管、中国台湾南山人寿执行副总裁（销售及市场业务）及友邦保险亚洲区（日本及韩国除外）高级副总裁兼寿险业务部主管。北美精算协会/加拿大精算师学会资深会员。
陈学旅	区域 CEO	负责本集团于泰国、新加坡、汶莱、马来西亚、柬埔寨和缅甸经营的业务。曾任友邦保险于泰国业务的 CEO、集团首席风险管理总监、友邦保险于新加坡业务的 CEO。曾任大东方人寿新加坡 CEO、新加坡寿险协会会长、泰国寿险协会副会长等。自 2005 年起积极参与寿险业务事务。
张晓宇	区域 CEO	负责本集团在中国内地、南韩和越南经营的业务。彼为友邦人寿保险有限公司（中国内地）董事长。曾任友邦保险中国 CEO、首席渠道官，首席业务执行官及首席市场官；在友邦保险中国任职 24 年。北美精算协会资深会员及中国精算师协会第四届理事会理事。

资料来源：Wind，华西证券研究所

完善的激励机制促进管理层与股东利益长期绑定。友邦核心管理层薪酬由基本薪金、短期奖励、长期奖励、福利及津贴、雇员购股计划五个部分组成。其中 1) 基

本薪酬为以现金形式提供的固定薪酬；2）短期奖励也以现金形式提供，与个人绩效及个人目标的实现情况有关；3）长期奖励以受限制股份单元及购股权的形式提供，旨在使管理人员与集团的长期目标及股东的利益一致，防范道德风险；4）福利及津贴包括相关法规或当期市场惯例可能要求的福利；5）雇员购股计划不仅面向管理层，也面向通过试用期的所有员工，为雇员提供股份投资及获得相应配送股份的机会，旨在提升员工归属感与敬业度。

短期奖励计划与 NBV、OPAT 等核心指标挂钩。2024 年短期激励考核指标中，NBV 占比高达 60%（2010 年占比 50%），OPAT 占比达 25%、产生的基本自由盈余占比 15%。公司从管理层入手自上而下提升对业务价值的重视，有效推动公司高质量经营。

长期奖励计划将管理层利益与公司长期业绩有效绑定。公司长期奖励分为授予受限制股份单位和授予购股权两种。受限制股份单位奖励的归属比例取决于三年考核期内以下各项指标的完成情况：新业务价值、内含价值权益、股东总回报，每项指标的达成情况将独立决定 1/3 的奖励归属。以股东总回报为例，2024 年集团设置同业公司表现的第 25 个百分位为受限制股份单位授出门槛，当达到同业公司表现的中位数时，授出 100%的受限制股份单位目标数量；当达到同业公司表现的第 75 分位以上时，授出 250%的受限制股份目标数量。**购股权奖励**可向集团任何成员公司的雇员、董事（不包括独立非执行董事）或主管授出。合格参与者每持有一份购股权即可认购一股普通股。购股权的最短持有期为自接纳之日起 12 个月，最长期限为 10 年。购股权通常授出日期 3 年后即可行使，行权期限为 7 年。

雇员持股计划实现雇员与集团利益长期一致。自上市以来，公司分别在 2011 年（已到期）和 2020 年（有效期为 10 年，剩余期限约 5 年）发布雇员购股计划，旨在促进及鼓励雇员长期持有公司股份。根据 2020 年雇员购股计划，集团合格雇员在选择购买公司股份并参与计划 3 年后，通过获授配送的受限制股份单位，购买每两份股份即可获得一股配送股份，配送的股份可通过发行新股份或由雇员购股计划的受托人购买取得。每个合格雇员每月最高购买限额为 Min（其基本月薪的 10%，12,500 港元）。通过雇员购股计划，非管理层员工有机会分享公司经营成果，实现两者利益长期一致。

从集团执行董事、首席 CEO 兼总裁的**年度目标薪酬水平**（不包含福利及津贴）来看，2010 年以来长期奖励占比均超过 50%，2024 年占比 55.2%，激励机制以长期为导向。从其**2024 年年度实际薪酬水平**来看，以股份为基础支付（包括未归属购股权、受限制股份单位及雇员购股计划）占 41.1%。股权激励在目标和实际薪资中占比较大，能够有效实现公司管理层和广大股东利益的高度一致。

表 5 友邦保险核心管理层薪酬组成部分

组成部分	授予形式及涵盖内容	厘定标准
基本薪金	以现金形式提供的固定薪酬部分	根据职位的规模及性质、地理位置、范围及相关个人经验厘定，同时考虑具竞争力的市场定位及内部公平性，以吸引及留住具备集团所需能力的雇员。
短期奖励	按表现酌情以现金形式支付，以激励、肯定及奖励业务目标的实现与个人的贡献及行为	依据个人的职务及责任，个人绩效，以及可变及总体薪酬待遇的竞争力厘定。
长期奖励	以受限制股份单位及购股权形式授出，旨在结合管理人员与股东的长期利益，并激励本集团的重要参与者	依据职务及责任、个人的表现及未来潜质，以及可变及总体薪酬待遇的竞争力而厘定。
福利及津贴	包括相关法规及 / 或当地市场惯例可能要求的福利，是总体薪酬的组成部分	福利计划及津贴被设计用以确保整体报酬的市场竞争力并完全符合当地法规。
雇员购股计划	为雇员提供股份投资及获得相应配送股份的机会，旨在促进及鼓励长期持有友邦保险股份	除非地方法规禁止，已通过试用期的所有雇员均可参与雇员购股计划，最高出资额为基本薪金的某个百分比或计划的最高限额。

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 6 友邦保险短期奖励计划

年份	短期奖励表现指标及比重
2010	50% NBV+20% EV+15% OPAT+15% 国家/职能特殊指标
2011	59% NBV+23% EV+18% OPAT
2012-2013	60% NBV+15% EV+25% OPAT
2014-2018	60% NBV+10% EV+30% OPAT
2019-2024	60% NBV+15% 产生的基本自由盈余+25% OPAT

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 7 友邦保险长期激励计划（2010-2024 年）

长期激励计划指标	权重
新业务价值	1/3
内含价值权益	1/3
股东总回报	1/3

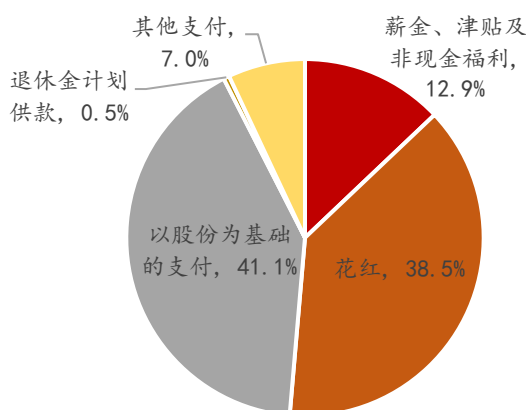
资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 8 集团执行董事、首席 CEO 兼总裁的年度目标薪酬水平（不包括福利及津贴）中，长期奖励占比均超 50%

（单位：千美元）	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2024 年占比
基本薪金	1,092	1,111	1,140	1,177	1,216	14.1%
目标短期奖励	1,980	2,200	2,350	2,515	2,640	30.7%
目标长期奖励	3,960	3,960	4,400	4,611	4,750	55.2%
年度目标薪酬总额	7,032	7,271	7,890	8,303	8,606	100.0%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 1 2024 年友邦集团执行董事、首席 CEO 兼总裁李源祥的实际薪酬构成



资料来源：公司 2024 年年报，华西证券研究所（注：以股份为基础的支付包括未归属购股权、受限制股份单位及雇员持股计划相应股份）

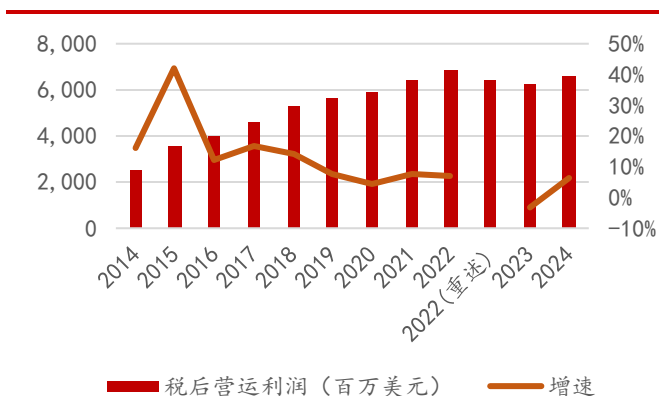
1.3. 业绩稳健增长，资本实力强劲

税后营运利润基本保持稳步增长，2024 年创新高。2014-2022 年，公司税后营运利润稳步向上，期间 CAGR 高达 13.4%。2023 年公司税后营运利润同比-3.2%，主要系新业务增速放缓导致利润释放下降。2024 年公司税后营运利润创新高，同比+6.3%至 66.05 亿元。公司在 2024 年年报中表示，将每股税后营运利润自 2023 年至 2026 年的复合平均增长率目标定为 9%至 11%，凸显公司恢复业绩强劲增长的信心。

新业务价值稳步攀升，价值率较同业更高且稳定。2013-2023 年十年间，友邦保险新业务价值逐年攀升，且增速较中国内地其他同业更稳定。拆分来看，主要归功于公司年化新保费不断增长，以及稳定且高于同业的价值率。2024 年，公司新业务价值表现继续改善，同比+18%至 47.12 亿美元，其中年化新保费同比+14%至 86.06 亿美元，新业务价值率增加 1.9 个百分点至 54.5%。

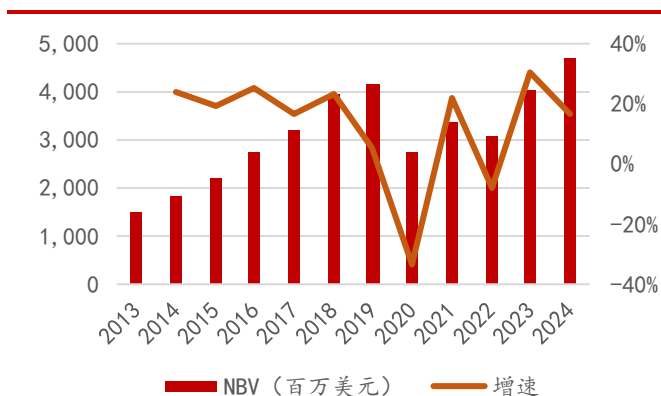
资本充足率远高于监管要求。2014-2024 年间，公司偿付能力充足率平均值达 371%。其中 2024 年达到 257%，同比有所下降主要系向股东返还资本所致，但仍远高于监管要求，彰显公司资本充足度与强劲实力。

图 2 友邦税后营运利润及其同比增速



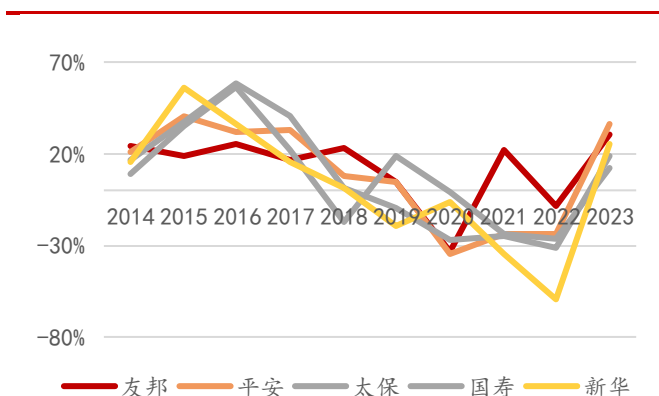
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 3 友邦新业务价值及其同比增速



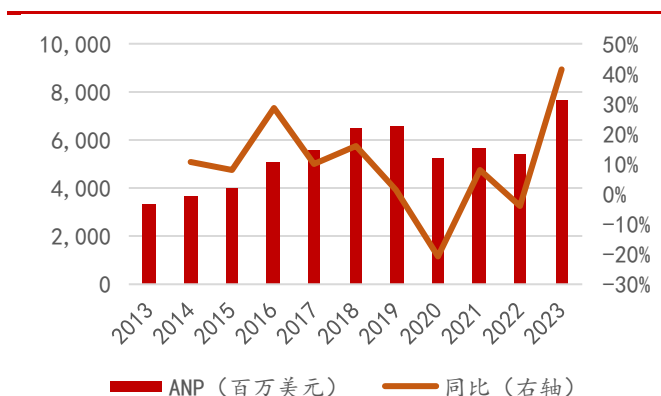
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 4 友邦新业务价值同比增速较中国内地同业更稳定



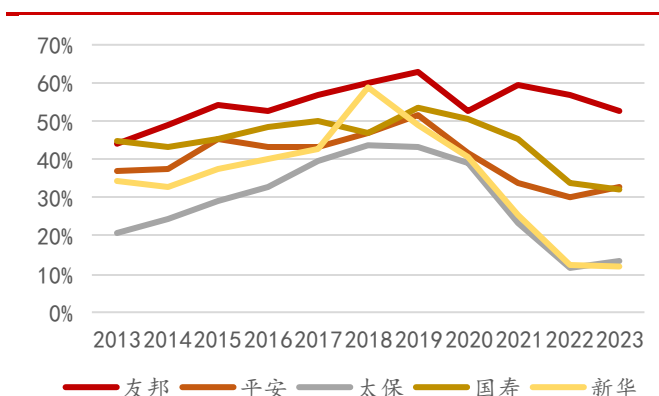
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 5 友邦年化新保费及其同比增速



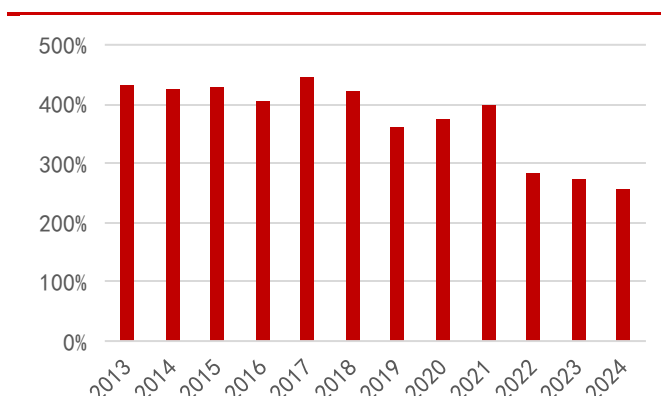
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 6 友邦新业务价值率较中国内地同业更高且稳定



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 7 集团资本覆盖率

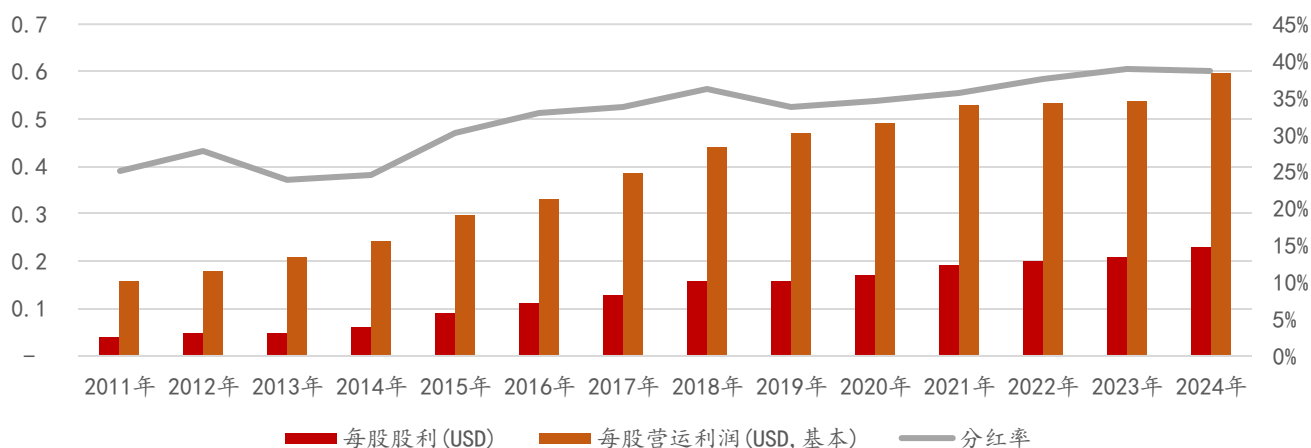


资料来源：公司 2019 年业绩 PPT，公司年报，华西证券研究所

1.4. 分红持续稳健，夯实投资者信心

公司的分红与营运利润高度绑定，这使得公司营运利润在稳定增长的同时，股东也能够享受公司的经营成果。2011-2024 年期间，公司（税后）每股营运利润从 0.16 美元持续增长至 0.60 美元，与此同时，回报给股东的每股股利也从 0.04 美元稳定提升至 0.23 美元，分红率（由“每股股利/每股营运利润”计算得来）自 2015 年起均维持在 30% 以上，持续稳健的分红回报有助于提升投资者信心。与此同时，公司在 2024 年年报中表示，董事会已批准新一轮 16 亿美元的股份回购，包括符合年度产生的自由盈余净额 75% 目标派付率的 6 亿美元，以及定期检视本集团资本状况后额外的 10 亿美元，并预期于 2025 年完成。

图 8 公司每股营运利润和每股股利逐年稳健增长



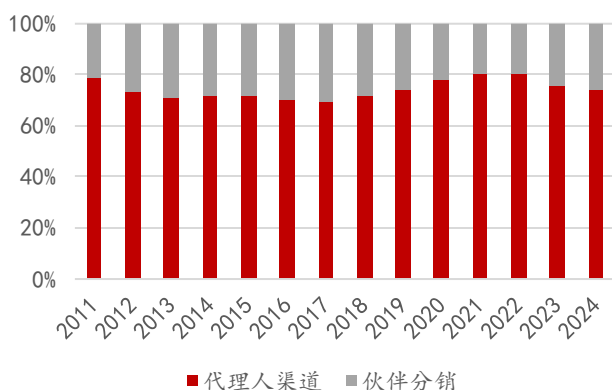
资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

2. 借助高质量渠道+高价值产品，实现价值增长

2.1. 最优代理构筑核心优势，伙伴分销打造新增长极

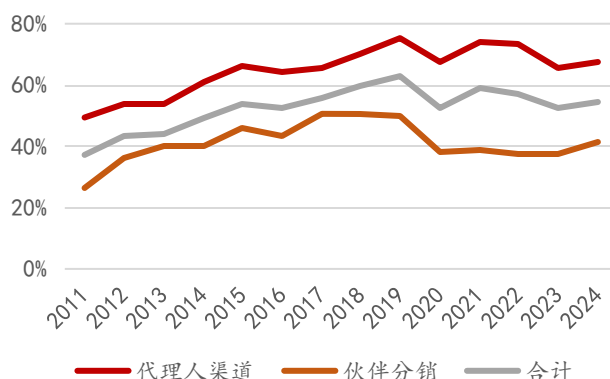
友邦多年来以代理人渠道为核心，伙伴分销共同高质量发展。公司业务渠道主要由代理人渠道和伙伴分销组成，其中代理人渠道为新业务价值贡献的核心来源，近几年占比维持在 70% 以上。在高质量代理人驱动下，公司代理人渠道新业务价值率在波动中一路上扬，从 2011 年的 49.4% 提升至 2024 年的 67.6%。伙伴分销全渠道也跟随公司战略步伐追求高质量发展，新业务价值率自 2011 年的 26.4% 提升至 2024 年的 41.7%。友邦保险整体新业务价值率从 2011 年的 37.2% 提升至 2024 年的 54.5%。

图 9 友邦保险各渠道新业务价值贡献



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 10 友邦保险各渠道新业务价值率



资料来源：公司年报，华西证券研究所

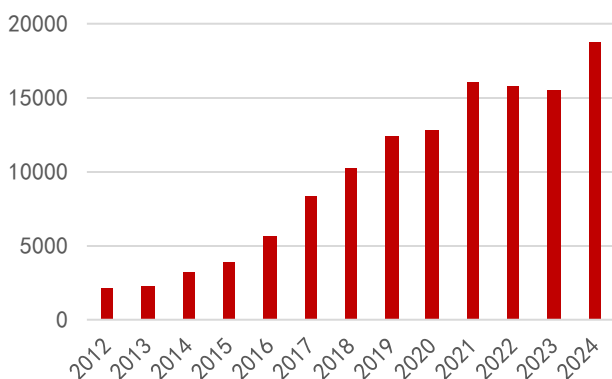
得益于长期践行“最优秀代理”策略，代理人队伍质量优势突出。友邦中国自 2010 年开始对代理人渠道执行“最优秀代理”策略，专注建设高产能、高素质的精英代理人队伍，提升客户服务品质。以全球百万圆桌会议（MDRT）成员数作为最优秀代理策略的考核指标，根据友邦保险中国香港公众号，截至 2024 年，友邦保险集团拥有 18,750 名 MDRT 会员，并连续 10 年蝉联全球 MDRT 会员人数排名第一的跨国公司。MDRT 会员资格需要申请人在当年业绩上达到一定门槛，有佣金/酬金、保费、收入三种业绩评定方法，其中一种达标即可申请会员资格（其中收入评定方法不适合首次申请会员资格者），且会员资格每年评定一次。以 2024 年佣金、酬金评定方法为例，当满足有效佣金收讫至少为人民币 218,400 元，且至少有人民币 109,200 元的佣金（业绩要求的 50%）来自风险保障产品类标准中列出的产品时，申请人才能成为 MDRT 会员。高质量、专业化的代理人队伍带领下，友邦代理在开拓中高净值客群具有显著优势，渠道产能行业领先，2023 年友邦中国代理人人均新业务价值为中国内地同业平均的 2.6 倍。2024 年公司代理人渠道质态继续改善，新业务价值同比增长 15.2% 至 37.07 亿美元，其中年化新保费同比+11.5% 至 54.86 亿美元，新业务价值率同比提升 2.2 个百分点至 67.6%。

表 9 2024 年全球百万圆桌会议（MDRT）会员资格要求

业绩评定方法	具体要求
佣金、酬金评定方法	要求有效佣金收讫至少为人民币 218,400 元。其中，至少有人民币 109,200 元的佣金（业绩要求的 50%）必须来自风险保障产品类标准中列出的产品。
保费评定方式	要求有效保费收讫至少为人民币 655,200 元。其中，至少有人民币 327,600 元的保费（业绩要求的 50%）必须来自风险保障产品类标准中列出的产品。
收入评定方法（仅适用于曾拥有百万圆桌会员资格的申请人）	要求通过销售保险和理财产品产生的年度总收入至少达到人民币 378,300 元。每年新业务产生的收入必须至少达到人民币 109,200 元。此外，至少有人民币 109,200 元必须来自风险保障相关的产品。也有可能同一项业务同时符合两项要求，例如：新寿险保单的销售。

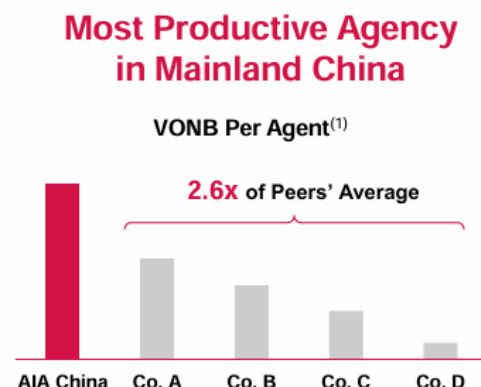
资料来源：百万圆桌（MDRT）公众号，华西证券研究所（注：申请人只能使用一种业绩评定方法）

图 11 友邦保险集团 MDRT 会员人数 (人)



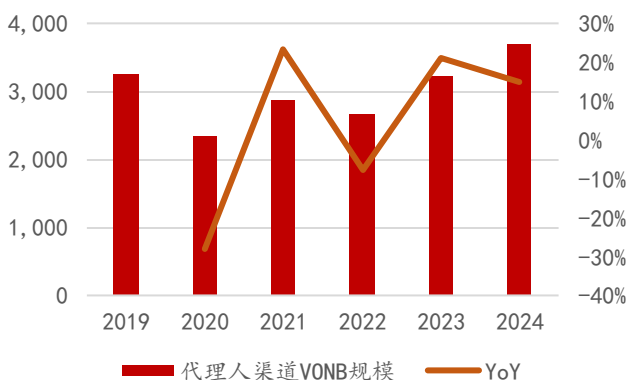
资料来源：MDRT 官网，华西证券研究所 注：数据统计时间均为每年的 7 月 1 日

图 12 友邦中国代理人 2023 年人均 NBV 领先同业



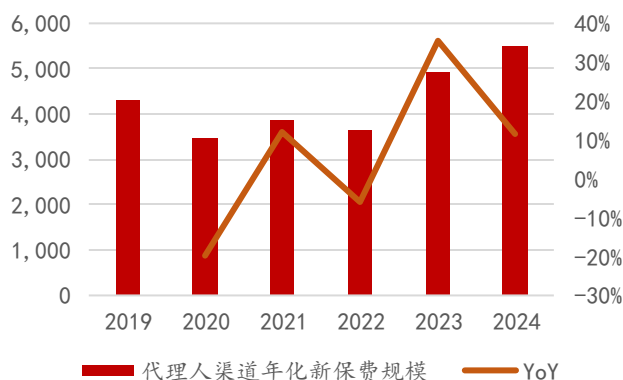
资料来源：公司 2023 年业绩 PPT，华西证券研究所

图 13 代理人渠道新业务价值规模(百万美元)及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 14 代理人渠道年化新保费规模(百万美元)及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

伙伴分销携手共进，拓宽客群覆盖。友邦保险的伙伴分销渠道主要包括银行保险和中介伙伴分销渠道。2024 年公司伙伴分销 NBV 同比增长 28% 至 13.01 亿美元，为公司整体 NBV 带来 26% 的贡献。其中银保渠道和中介伙伴分销渠道分别同比增长 39%/21%。友邦通过与亚太地区多家领先银行建立了长期战略合作关系（平均年期超过 20 年），凭借银行全球化的庞大分行网络，触达银行高净值客群，进而实现高价值保单的销售，为新业务价值增长提供强劲动力。例如，友邦保险通过在中国内地、中国香港和新加坡与花旗银行和东亚银行等全球性银行建立了长期独家合作关系，实现资源共享和优势互补，新业务价值实现了 33% 的增长。

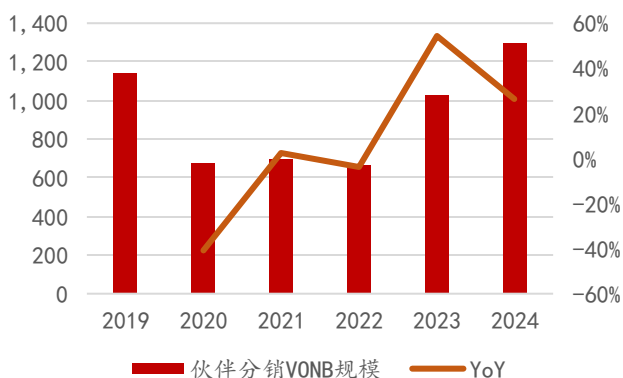
同时，友邦保险通过与泰国的盘古银行、马来西亚的大众银行、印尼的中亚银行，以及菲律宾的群岛银行等区域性银行合作，实现当地市场覆盖。友邦保险通过对中邮人寿 24.99% 股权投资，获得与友邦保险中国业务策略高度互补的额外分销渠道和客户群，进一步扩大集团的增长机遇。2024 年新业务价值达 98.56 亿元，较 2023 年增长 19%，为 2020 年（友邦保险参与前一年）新业务价值 18.66 亿元的 5.3 倍。

表 10 友邦保险伙伴分销业务（不完全统计）

合作伙伴	合作关系
花旗银行	2013 年与花旗银行签订为期 15 年的独家策略性伙伴协议，覆盖亚太区 11 个市场，是亚洲历来覆盖最广泛的银行保险分销合作协议。
马来西亚大众银行	2017 年公布延长与大众银行的独家区域银行保险协议 15 年，使现有的伙伴关系延长至 2037 年。
泰国盘古银行	2017 年与泰国最大的银行盘古银行新签订一项长达 15 年的策略性银行保险伙伴分销协议。
SK 控股	2017 年通过与 SK 控股（韩国领先电讯服务供应商 SK Telecom 的控股公司）签订一项长期市场营销和科技发展协议，借此与韩国最大的综合企业集团 SK 集团建立新的策略性伙伴合作关系。
新西兰 ABS 银行	2018 年与新西兰 ASB 银行开展为期 20 年的策略性银行保险伙伴协议。
澳洲联邦银行	2019 年延长与澳洲联邦银行在澳洲的策略性银行保险合作伙伴关系至 25 年期。
东亚银行	2021 年与东亚银行达成为期 15 年独家银行保险伙伴协议，其在中国香港和中国内地拥有超过 140 家分行网络。
柬埔寨太子银行	2021 年与柬埔寨太子银行建立新伙伴关系。
越南兴旺银行	2023 与越南兴旺银行签订的独家银行保险伙伴协议延长额外 4 年。
锡兰商业银行	2023 年与斯里兰卡最大的私营银行锡兰商业银行建立新的长期独家银行保险伙伴关系。
印尼中亚银行	2024 年再延长与印尼中亚银行的伙伴合作关系至 2028 年年底。

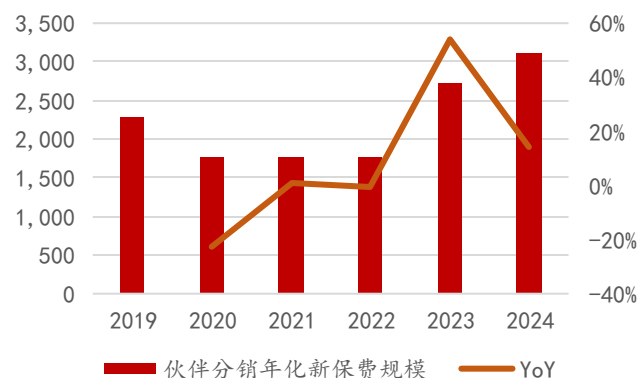
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 15 伙伴分销新业务价值规模(百万美元)及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 16 伙伴分销年化新保费规模(百万美元)及增速



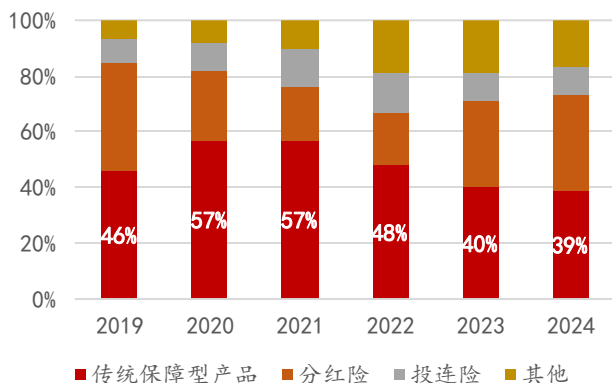
资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.2. 产品主打保障型，价值率高盈利稳定

主打长期保障型产品，价值率高且盈利稳定。公司的产品主要由传统保障型险种、分红险、投连险和其他产品构成。其中传统保障型险种主要利润来源是死差和费差，盈利更为稳定，PVNB Margin (=新业务价值/保费的贴现值) 显著高于其他险种，

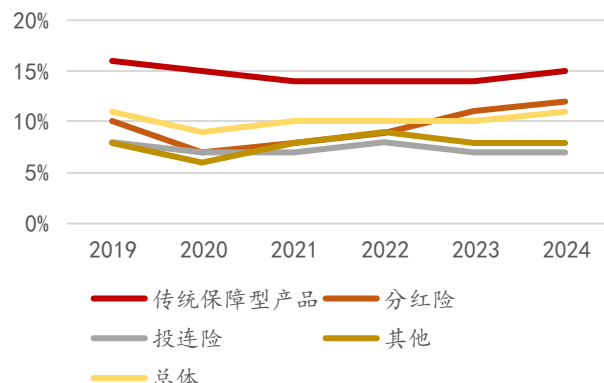
是公司新业务价值的主要来源（近 5 年 VONB 平均贡献为 48%）。优秀的产品结合高质量的服务，友邦实现了较高的续保率（据公司 2020 年报披露，集团 2020 年续保率 95%）。此外，从公司利润结构来看，公司营运利润中死差+费差占比稳定在 55%以上，保障公司经营业绩的稳定性，背后支撑主要为新业务价值率较高的保障类产品。优秀的产品结构也驱动公司整体 NBV Margin 显著优于同业。

图 17 友邦保险各类型产品 VONB 贡献



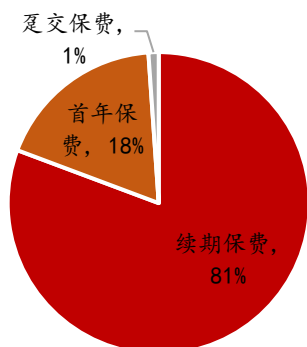
资料来源：公司 2019-2024 年业绩 PPT，华西证券研究所

图 18 友邦保险各类型产品 PVNBP Margin



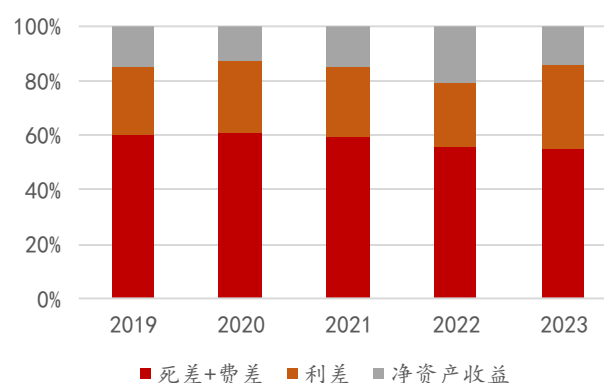
资料来源：公司 2019-2024 年业绩 PPT，华西证券研究所

图 19 2024 年友邦保险总加权保费结构



资料来源：公司 2024 年业绩 PPT，华西证券研究所

图 20 友邦保险历年营运利润构成



资料来源：公司 2019-2023 年业绩 PPT，华西证券研究所

从客需出发，首创个性化定制产品体系，形成差异化优势。友邦人寿于 2021 年初推出行业首创的“友如意”重大疾病保险系列，通过开创性的“核心保障+个性化配置”组合形式，将原本重疾险“大而全”的保险责任拆散为近 2,000 种产品组合，为客户提供量身定制重疾保障的可能。客户可根据个人或家庭的实际需求，在核心保障的基础上进行个性化配置选择，从而实现专属保障方案的灵活定制。

以友邦友如意顺心版（2024）保险产品计划为例，针对 120 种重症、身故、全残均保障至终身，以及可根据需要选择 40 种轻症，25 种中症。凭借按需定制、灵活选择等优势，虽然定价略高于同业，但仍受到众多家庭的青睐。其中，核心保障集重症、全残、身故三大保障功能于一体，为客户提供贯穿终身的关键保障。在核心保障之外，客户可以灵活选择多样化的保障利益。在轻、中症赔付方面，客户可自由选择轻症最高达 30%、中症最高达 60% 的不同比例单次赔付金额，前后两次赔付无间隔期，

真正实现按需配置、自由组合。此外，轻、中症最高赔付次数可分别达到 5 次，累计赔付最高达 10 次，并且轻、中症之间赔付互不排斥，充分解决客户的后顾之忧。通过个性化配置，客户还可享受重症及恶性肿瘤多次赔付、轻中症保费豁免、投保人及其配偶重症/全残/身故豁免等特别保障功能。

全流程高频次的健康服务体系，提高客户粘性。为了更好地满足客户多方面需求，友邦保险通过保险与大健康产业深度融合，从低频的“保障”升级为高频的“保障+服务”，为客户提供从预测、预防、诊断、治疗到康复的全流程健康管理服务。在预测和预防环节，友邦推出健康服务品牌 AIA Vitality，通过奖励机制，鼓励客户采取更加健康的生活方式。在诊断环节，友邦提供远距医疗和个人疗程管理服务，其中，远距医疗使客户能够通过移动设备进行视频问诊，并可获得处方药物、药物配送和转接至医疗服务供应商网络服务。疗程管理可帮助客户连接到全球顶尖的专家并获得其建议，以及获得当地医疗团队的支持。在治疗和康复环节，友邦提供区域医疗通行证，客户可使用公司的国际医院网络，包括区内转介和预约服务。同时，友邦“愈从容”重疾专案管理服务和“友邦友享”APP 同步升级，继续为客户提供覆盖健康管理前、中、后期的全方位保障与服务。截至 2024 年底，友邦大健康服务权益覆盖总人数已近 340 万。

表 11 友邦友如意与其他重疾险产品对比

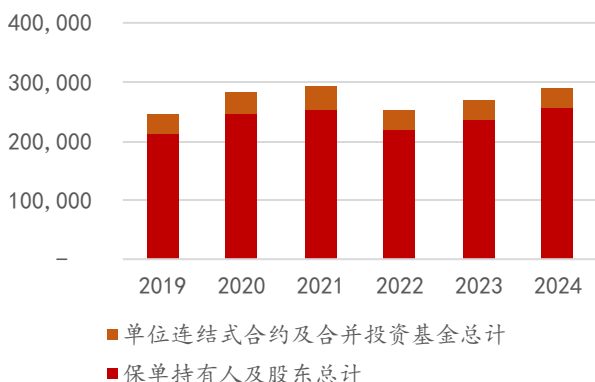
保险公司			友邦保险	中国人寿	新华保险
保险产品			友如意顺心版(2024)	康宁尊享 2024	多倍领航（赢家版）
投保年龄			18-55 岁	0-62 岁	18-55 岁
保障期限			保终身	保终身	保终身
缴费方式			10 年/20 年/30 年	趸交/3 年/5 年/10 年/15 年/19 年	5 年/10 年/15 年/20 年/30 年
基本保障	重疾	重疾种类	120 种	120 种	130 种
		赔付比例	100%保额	Max（保额，现价）	首次：Max（100%保额，已交保费，现价）；85 岁前，第 2-6 次：100% 保额
		赔付次数	1 次	1 次	病种分 6 组，每组 1 次（第 2-6 次只保障至 85 岁）
	中症	中症种类	25 种	20 种	20 种
		赔付比例	A 计划每次 20%/B 计划每次 40%/C 计划每次 60%	每次 50%	每次 50%
		赔付次数	5 次	2 次	2 次
	轻症	轻症种类	40 种	40 种	40 种
		赔付比例	A 计划每次 10%/B 计划每次 20%/C 计划每次 30%	每次 20%	每次 20%
		赔付次数	5 次	6 次	6 次
	身故/全残	赔付比例	100%保额	Max（保额，现价）	100%保额
可选责任	重疾或癌症多次赔付		重疾分 5 组，每组赔付 1 次，每次赔付比例 100%，间隔期 180 天； 恶性肿瘤重度再赔 2 次，每次赔付比例 100%，间隔期 180 天或 3 年	重疾分 6 组，每组重疾赔付 1 次，每次赔付 100%保额（第 2-6 次，仅 88 岁前有效）	首次确诊恶性肿瘤-重度，每间隔 3 年再次确诊，且在 85 岁前，可赔付第二、三次，每次赔付 100%
	被保险人豁免		首次确诊重症，豁免对应附加险剩余保费；首次罹患轻症/中症，豁免对应批注合同剩余保费	缴费期内患轻中症，豁免对应附加险剩余保费	缴费期内患轻中症，豁免对应附加险剩余保费
保费测算	50 万元，保终身，20 年交（含全部可选责任）		（轻中症选计划 C）30 岁男，22101 元/年；30 岁女，24365 元/年	30 岁男，20578.59 元/年；30 岁女，19813.50 元/年	30 岁男，18400 元/年；30 岁女，18300 元/年

资料来源：各公司官网，凹凸保公众号，华西证券研究所

2.3.投资风格稳健，重视资产负债匹配

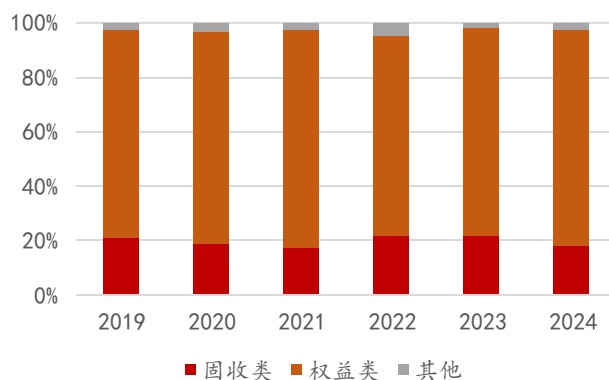
差异化账户投资，均衡风险需求。公司根据资金来源及属性的不同，分为保单持有人及股东投资账户和单位连结式及合并投资基金账户，采取差异化的账户投资策略，以满足不同账户的风险偏好和收益要求。截至 2024 年末，公司总投资资产达 2,886.21 亿美元。其中保单持有人及股东投资账户的投资资产规模达 2,553.33 亿美元（占总投资资产的 88.5%），该账户可投资金主要来自保障型产品，投资风格稳健，固定收益类资产占比较高，2024 年占比达 69%；单位连结式及合并投资基金账户的投资资产规模为 332.88 亿美元（占总投资资产的 11.5%），该账户可投资资金主要来源于投连险，投资风格相对进取，权益类资产占比较高，2024 年占比达 80%。

图 21 友邦保险总投资资产规模及构成（百万美元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

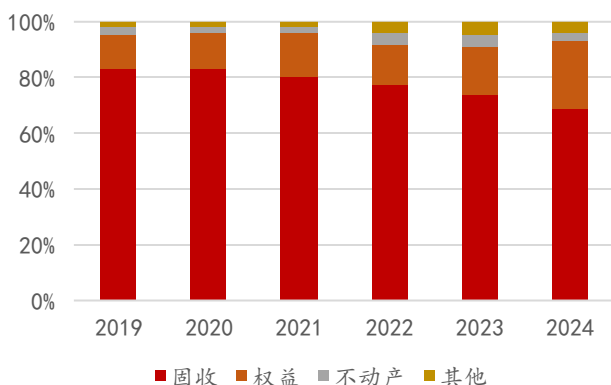
图 22 单位连结式合约及合并投资基金投资资产构成



资料来源：公司年报，华西证券研究所

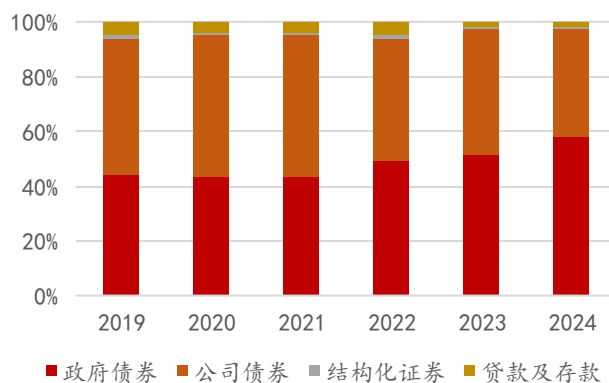
以固收为主，投资风格表现稳健。友邦保险投资端（除单位连结式及合并投资基金账户外），从过往的资产配置结构可以看到，固收类资产始终占主导地位。2019-2024 年，公司保单持有人及股东资金投资账户可投资资产中，固收类资产平均占比为 78%，权益类资产平均占比为 16%，不动产配置比例年均均为 3%。公司所投固收类资产主要为政府债券和公司债券，截至 2024 年末占比分别为 58%和 39%。其中，政府债券中优质评级债券占比较高，2024 年 A 级及以上占 82%；公司债券信用评级中，A 级及以上占 57%，BBB 级占 40%，整体信用风险可控。

图 23 友邦保险投资端（投连险除外）以固收为主



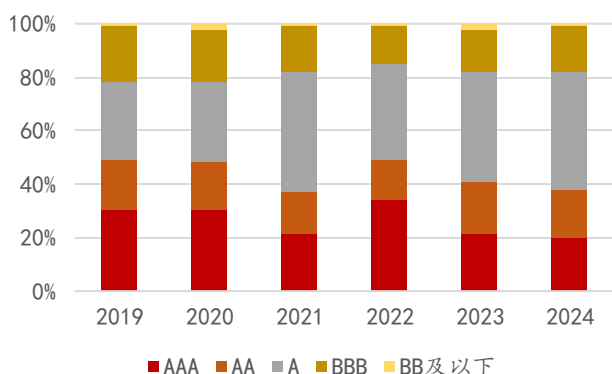
资料来源：公司 2019-2024 年业绩 PPT，华西证券研究所

图 24 友邦保险固收投资中政府债券约占 50%



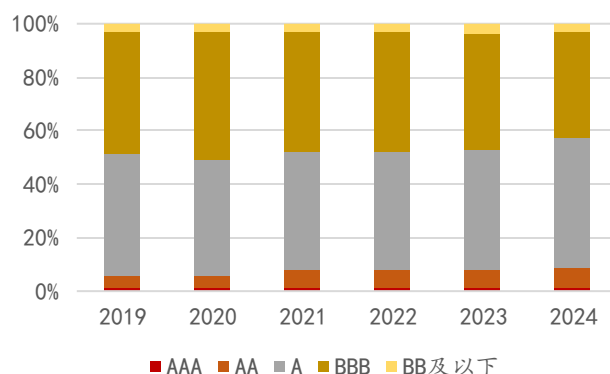
资料来源：公司 2019-2024 年业绩 PPT，华西证券研究所

图 25 政府债券评级占比



资料来源：公司 2019-2024 年业绩 PPT，华西证券研究所

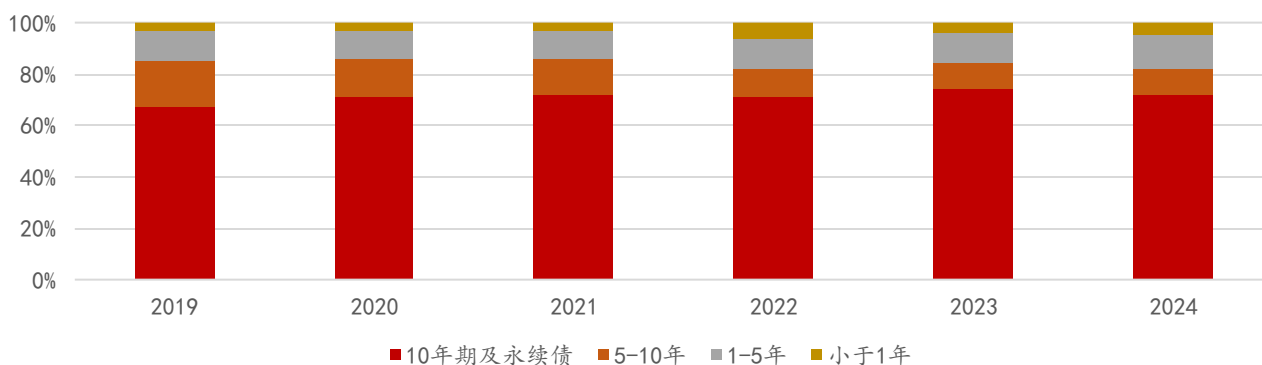
图 26 公司债券评级占比



资料来源：公司 2019-2024 年业绩 PPT，华西证券研究所

注重资产负债久期匹配。2019-2024 年间，友邦固收类资产到期期限结构中，期限在 10 年及以上的债券占比为基本在 70%左右的水平。若将 10 年以上债券品种的剩余期限假定为 15 年，我们可以简单测算出公司整体的固收类资产久期大约为 12 年，同时公司负债端续期保费占比超 80%，资产和负债久期基本一致。在利率下行的趋势下，资负久期匹配能够降低险企投资和再投资压力，维持投资收益水平的稳定性。

图 27 友邦保险固收类资产期限结构



资料来源：公司 2019-2024 年业绩 PPT，华西证券研究所

资本市场波动对公司整体经营影响较小。得益于优秀的前端产品结构以及先进的渠道策略，公司承保端业务成本较低，公司的资产端压力得以缓解。公司内含价值与新业务价值对投资收益率的敏感性较低，根据公司 2024 年年报数据，股价上升/下降 10%，对内含价值仅产生+3.2%/-3.3%的影响；利率上升/下降 50bp，对内含价值产生-0.8%/+0.7%的影响，对新业务价值产生+2.0%/-2.5%的影响。在利率下行的趋势下，公司资产端压力相对较小。

表 12 友邦保险 EV 和 NBV 对资本市场波动的敏感性较小

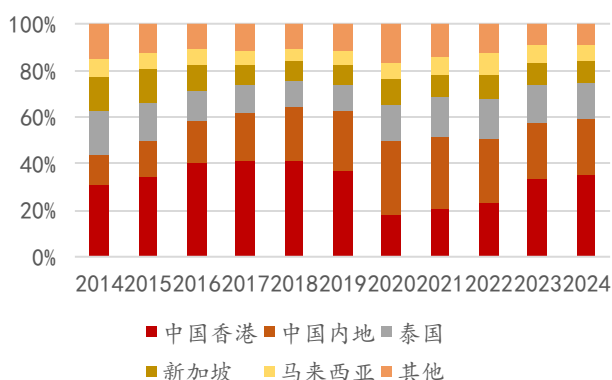
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EV 对股价及利率变化的敏感性											
股价+10%	+2.0%	+1.9%	+1.7%	+1.4%	+1.4%	+1.6%	+1.7%	+2.6%	+2.6%	+2.7%	+3.2%
股价-10%	-2.1%	-1.9%	-1.7%	-1.4%	-1.3%	-1.6%	-1.7%	-2.6%	-2.6%	-2.7%	-3.3%
利率+50bps	+0.2%	+0.3%	+0.4%	+0.1%	+0.3%	+1.2%	+1.0%	-0.5%	-1.8%	-1.5%	-0.8%
利率-50bps	-0.4%	-0.3%	-0.9%	-0.9%	-0.5%	-1.3%	-2.0%	+0.4%	+2.0%	+1.4%	+0.7%
NBV 对利率变化的敏感性											
利率+50bps	+4.2%	+6.3%	+6.4%	+5.2%	+3.6%	+3.6%	+7.0%	+2.2%	+2.1%	+3.2%	+2.0%
利率-50bps	-5.3%	-7.4%	-8.2%	-7.1%	-4.7%	-5.0%	-10.8%	-3.2%	-2.6%	-3.8%	-2.5%

资料来源：公司 2014-2024 年业绩 PPT，华西证券研究所

3. 聚焦泛亚地区，分享发展红利

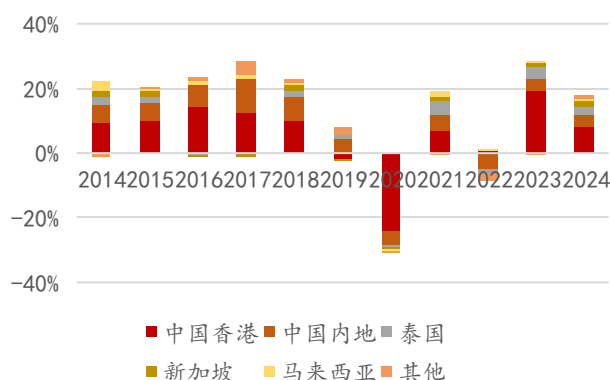
友邦自上市以来持续聚焦泛亚地区的寿险业务发展，多市场经营策略取得了优异的成绩。长期以来，中国市场（中国内地和中国香港合计）一直是友邦实现价值增长的重要市场，占据公司整体业绩的半壁江山。按照新业务价值口径，截至 2024 年末，中国香港和中国内地分别占公司整体新业务价值的 35%/24%。泰国、新加坡、马来西亚贡献的新业务价值占比分别达 16%/9%/7%。长期来看，得益于多市场发展策略，公司在个别市场的短期波动能够被其他市场所部分熨平，推动整体业务平稳发展。

图 28 公司新业务价值分地区贡献



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 29 公司新业务价值增速分地区贡献



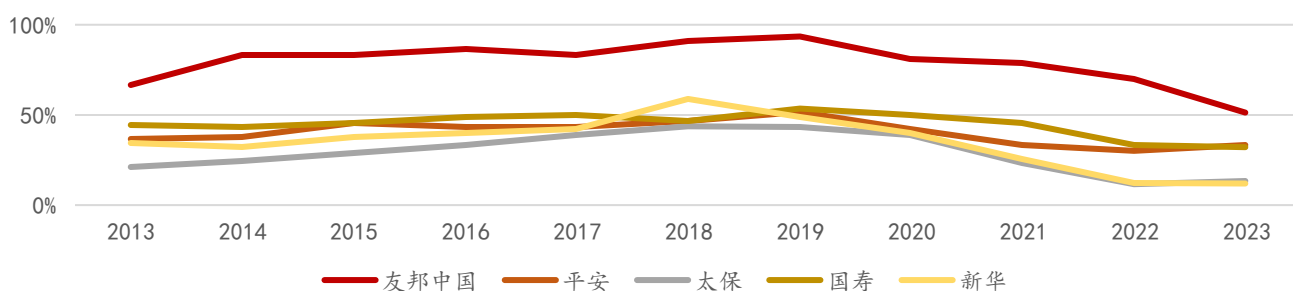
资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.1. 中国内地：“分改子”成效显著，为集团发展提供动能

“分改子”后加速拓展中国内地市场。自 1992 年正式重返中国内地以来，友邦保险的经营范围停留在上海、江苏、广东、深圳、北京五家分公司范围内，经营范围限制了保费规模和发展。此外，友邦保险在中国也并未获得独立的“法人地位”，仍是以友邦保险中国香港控股公司的“分公司”形式经营。2019 年 12 月原中国银保监会取消合资寿险公司的外资持股比例限制后，2020 年 6 月友邦保险获批将上海分公司改建为子公司，友邦人寿正式成立，这也是中国内地首家外资独资人身险公司。“分改子”推进各地分公司统一归属、提高管理效率，同时，作为中国内地设立的法人机构，友邦人寿可以将业务拓展至更多区域，为更多的客户提供卓越全面的保险服务，进一步深耕中国保险市场。截至 2024 年末，友邦已成功在天津、石家庄、四川、湖北、河南等 14 个地区开设分公司。

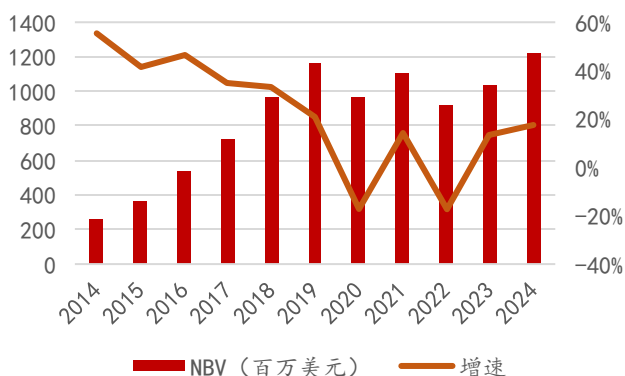
高价值率驱动 NBV 表现突出。得益于高素质代理人以及优异的产品结构，友邦中国新业务价值率持续保持较高水平，2019 年曾达到 93.5% 的高度。疫情之后新业务价值率有所下滑，2024 年末为 56.1%，但相对于同业仍具备明显优势。新单表现上，年化新保费除疫情年份外基本保持正增长。高价值率驱动友邦中国的新业务价值呈现较强的成长性，集团地位日益上升。2014-2019 年友邦中国对集团新业务价值贡献从仅为 13% 持续提升至 26%，期间新业务价值年复合增速达 35.2%；2020 年首次超越友邦中国香港，新业务价值在集团内排名首位；2023 年随着中国香港疫情后复苏，友邦中国稳居集团内贡献第二。

图 30 友邦中国内地新业务价值率远超中国内地同业



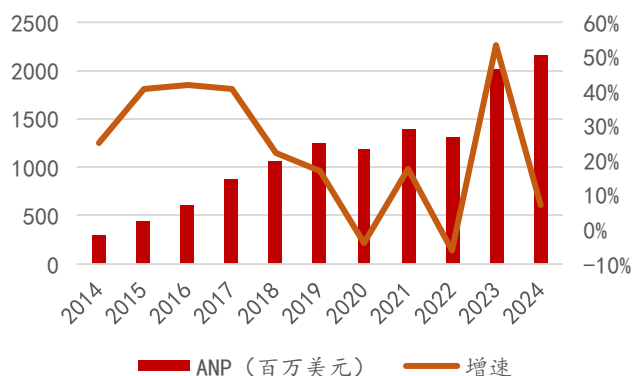
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 31 友邦中国内地新业务价值及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

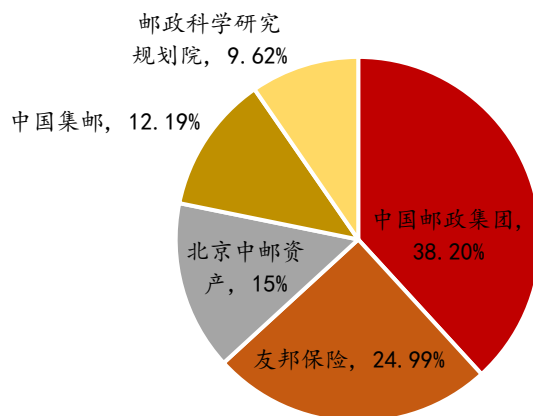
图 32 友邦中国内地年化新保费及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

联合东亚+入股中邮，借力紧抓中国内地机遇。2021 年 7 月，友邦与东亚银行达成协议，成为期 15 年、覆盖中国香港和中国内地的独家银行保险伙伴协议，之后从东亚银行收购其全资附属公司东亚人寿和蓝十字全部股份，以及宝康医疗 80%的股份。通过东亚银行在中国香港及中国内地拥有的超 140 家分行网络，友邦人寿触达其高净值客户群体并独家分销人寿及长期储蓄产品。2021 年 6 月，友邦认购中邮保险 24.99%的股权，并与中国邮政签订业务合作框架协议。中邮保险自成立以来充分依托邮政网络和资源，服务范围覆盖 22 个省、296 个地市、1690 个县、32571 个网点。通过对中邮保险的投资，友邦能够更高效地拓展新地区业务、分享中国内地的发展机遇。

图 33 中邮人寿保险股权结构（截至 2023 年末）

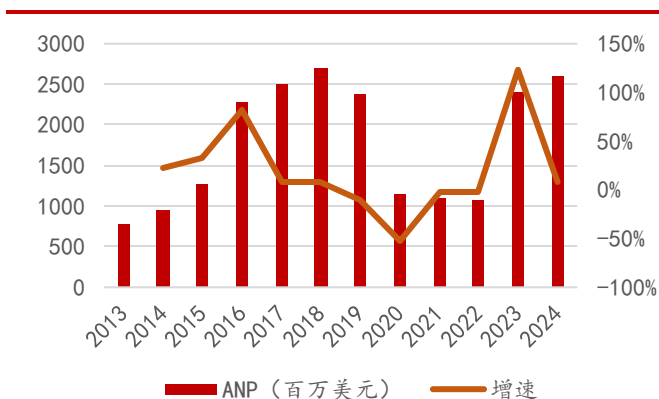


资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 中国香港：经营指标向好，集团内部地位重回首位

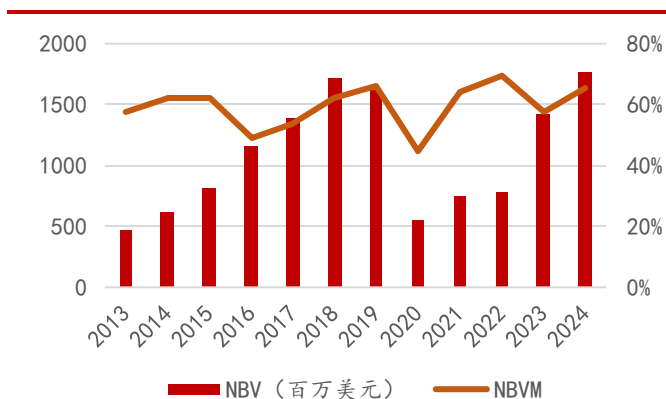
疫情影响逐步消退，经营指标重回集团内各地区首位。2019 年及之前，友邦中国香港在新单保费方面占据着集团内最大的贡献比例，2019 年年化新保费收入 23.93 亿美元，占集团内总新单保费的 36%；新业务价值达 11.67 亿元，占集团总 NBV 的 37%，新单保费和新业务价值占比均远超其他地区收入。2020 年受疫情封关影响，赴港旅游及购买保险的人数减少，导致友邦中国香港新单业务表现低迷，2020-2022 年友邦中国香港年化新保费收入分别同比下降 52.4%/2.8%/2.5%，但仍处于集团内第二的位置。2023 年后，疫情影响逐步消退，新单保费收入显著回升，2023-2024 年年化新保费收入分别同比增长 123.3%和 8.4%，拉动新业务价值分别同比增长 82%/23%。截至 2024 年末，友邦中国香港年化新保费收入 26.09 亿元，恢复至疫情前水平，且新单保费在集团内部占比达 30%，重回集团内各市场贡献首位。

图 34 友邦中国香港年化新保费及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 35 友邦中国香港新业务价值及新业务价值率



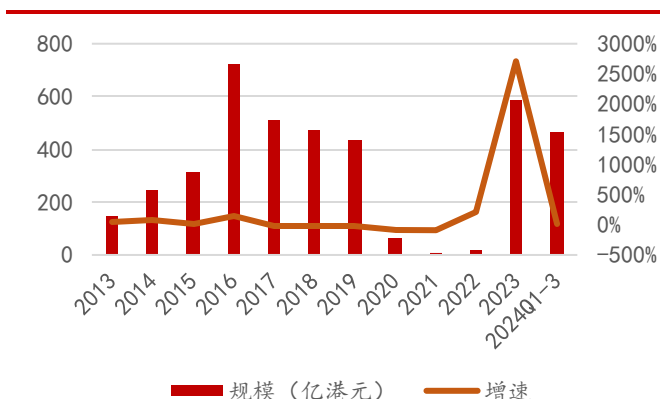
资料来源：公司年报，华西证券研究所

内地访客赴港投保热情不减，高收益潜力具备吸引力。根据中国香港保监局公布的 2024Q3 中国香港保险业临时统计数字，2024 年前三季度，中国香港保险长期业务（不包括退休计划业务）的新增保费达 1,696 亿港元，其中源自中国内地的个人人寿保险新增保费为 466 亿港元，较 2023 年同期下降 0.4%，占中国香港个人业务总新增保费的 27.6%。内地访客赴港投保新增保费规模同比微降，主要系 2023 年高基数，叠加监管趋严影响，但仍维持在较高水平。

从内地旅客赴港投保新单保费结构来看，2024 年前三季度，终身寿险占比最大，为 80.1%，远超其他险种。根据惠家保严选公众号，主要系中国香港储蓄险以“低保证收益+高预期分红”的模式为主，其中保证收益通常以保证现金价值的形式体现，年化约 1%-2%，确保长期持有后本金安全；预期分红则占收益的主导地位，包含周年红利和终期红利，预期年化可达 5%-7%。而中国内地以“保证收益”为核心，并且受到监管限制，预定利率也有上限，写进合同的保证收益为 2%-3%。相比之下，中国香港的储蓄型更吸引投资者。

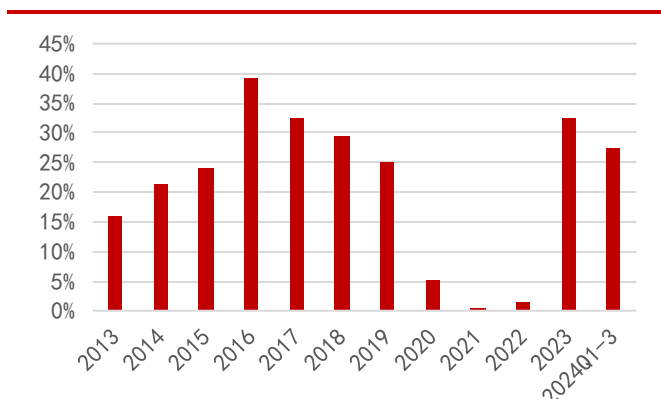
根据中国香港旅游网数据，相比 2020-2022 年疫情期间，2023-2024 年中国香港通关人数有显著的增长，2024 年全年访港旅客达 44.5 百万人次，同比增加 30.9%，其中中国内地旅客达 34.0 百万人次，同比增加 26.9%。考虑到中国内地寿险产品预定利率以及存款利率持续下调，中国香港保险产品需求有望抬升，带动中国香港保险业新单业务繁荣。

图 36 中国内地客户赴港投保新单规模及增速



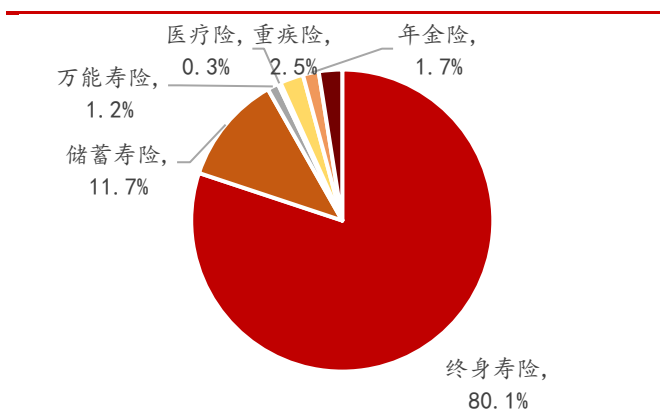
资料来源：中国香港保险圈公众号，华西证券研究所

图 37 全港新单保费中内地访客占比



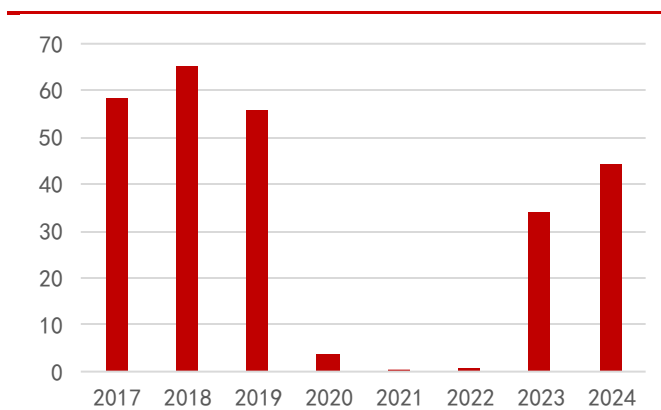
资料来源：中国香港保险圈公众号，华西证券研究所

图 38 内地访客赴港投保新增保费结构 (2024Q1-3)



资料来源：中国香港保险圈公众号，华西证券研究所

图 39 近年来访港旅客人次 (百万人次)

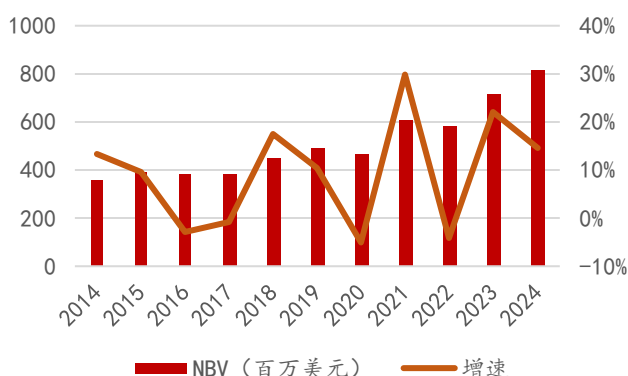


资料来源：中国香港旅游网，华西证券研究所

3.3.泰新马：市场潜力值得期待

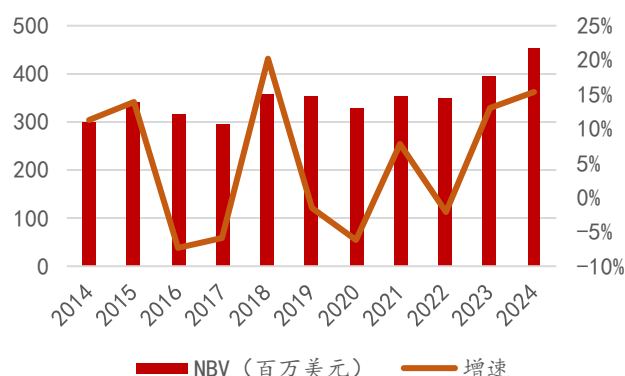
泰新马三地市场的发展潜力值得期待。泰国、新加坡、马来西亚为友邦在东南亚市场的发展重点。2014 年至 2019 年，“泰新马”市场 NBV 从 8.2 亿美元提升至 11.04 亿美元，CAGR 为 6.1%。受益于不同国家防疫政策的不同，2020-2023 年疫情期间三地市场合计 NBV 波动较小，NBV 分别同比-7.5%/+22.2%/-0.5%。2024 年东南亚保险市场逐渐繁荣，2024 年泰国、新加坡、马来西亚 NBV 分别同比增长 14%/15%/9%。从新业务价值率来看，截至 2024 年末，泰国市场新业务价值率为 99.5%，显著高于中国香港市场（65.5%）；马来西亚市场新业务价值率为 67.30%，排名第二；新加坡市场新业务价值率为 50.5%。我们认为，泰新马市场的增长潜力值得期待，一方面，较高的新业务价值率表明公司在这些地区定价能力较强，竞争优势较大；另一方面，通过多市场布局有助于集团分散风险，提高经营稳定性。

图 40 友邦泰国新业务价值及增速



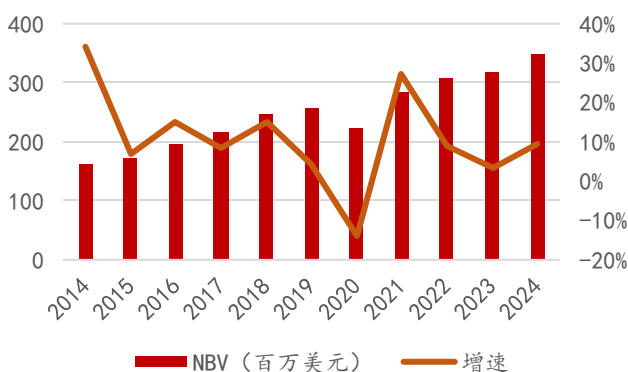
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 41 友邦新加坡新业务价值及增速



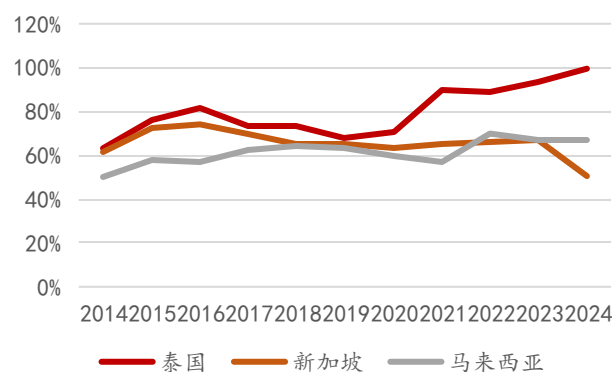
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 42 友邦马来西亚新业务价值及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 43 友邦“新马泰”新业务价值率



资料来源：公司年报，华西证券研究所

4. 盈利预测与估值

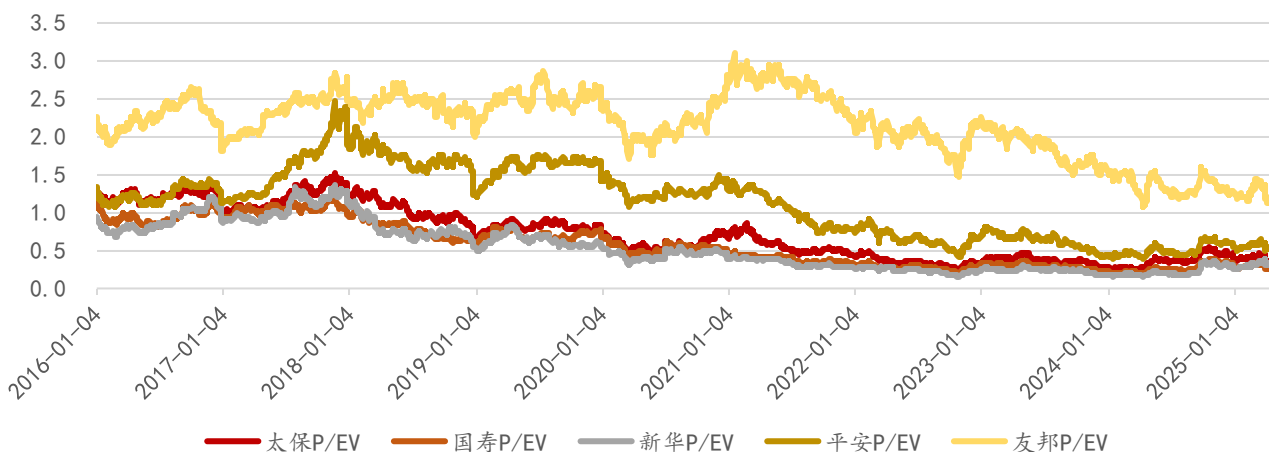
友邦业务覆盖亚太地区 18 个市场，以中国香港、中国内地和新马泰为主，产品以高价值的保障型产品为主。考虑到公司在中国香港市场客户对传统储蓄型产品的强劲需求有望持续，我们假设中国香港 2025-2027 年年化新保费同比增速为 12%/9%/9%，NBV 同比增速分别为 16%/11%/11%；中国内地的区域扩张战略稳步推进，我们假设中国内地 2025-2027 年年化新保费同比增速为 4%/5%/5%，NBV 同比增速分别为 11%/8%/8%；东南亚具备较大市场潜力、友邦竞争优势较大，我们假设新马泰市场 2025-2027 年年化新保费同比增速为 8%/9%/9%，NBV 同比增速分别为 9%/10%/10%。综合来看，2025-2027 年友邦保险 NBV 预计为 53.16/58.44/64.26 亿美元，同时假设公司内含价值预期回报稳健增长，2025-2027 年友邦保险 EV 分别为 738.91/791.45/848.26 亿美元。

基于以上核心假设，同时考虑到权益市场持续回暖有望带来资产端良好表现，我们预计公司 2025-2027 年保险收益分别为 208.41/224.36/241.68 亿美元，归母净利润

润分别为 71.12/77.01/83.54 亿美元，对应 EPS 分别为 0.67/0.72/0.78 美元，对应 EVPS 分别为 6.66/7.15/7.68 美元。

公司作为全球布局的人身保险公司，长久以来凭借高价值的产品结构、高素质的代理人队伍和中高端客群，2016 年以来 PEV 平均估值在 2.1x 左右，高于内资险企 H 股估值。考虑到最低值和最高值分别为 1.1x 和 3.1x，按照 5 月 6 日收盘价 60 港元（按照汇率 1 港元=0.1289 美元）计算的 2025-2027E PEV 分别为 1.16x/1.08x/1.01x，距离历史最高值仍有一定空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 44 上市保险公司（H 股）PEV 走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 13 可比公司估值表

		EVPS (元)			PEV		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
2601.HK	中国太保	58.43	62.55	67.32	0.35	0.32	0.30
2318.HK	中国平安	78.12	84.37	93.44	0.56	0.52	0.47
2628.HK	中国人寿	49.57	54.23	59.56	0.28	0.25	0.23
1336.HK	新华保险	82.84	90.14	98.08	0.34	0.31	0.28
平均值					0.38	0.35	0.32
1299.HK	友邦保险	35.51	48.60	52.18	1.59	1.16	1.08

资料来源：Wind，华西证券研究所（对应 2025 年 5 月 6 日收盘价）

5. 风险提示

宏观经济增长不及预期；自然灾害频发；监管政策发生变化；资本市场大幅波动；新单销售不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
保险收益	19,314	20,841	22,436	24,168	无形资产	3,478	3,957	4,150	4,530
保险服务开支	-13,136	-14,276	-15,373	-16,563	于联营公司及合营公司的投资	1,710	1,689	1,902	2,004
所持再保险合同的开支净额	-409	-436	-433	-495	物业, 厂房及设备	4,447	4,735	5,132	5,509
保险服务业绩	5,769	6,129	6,631	7,110	投资物业	4,570	5,058	5,377	5,829
按公允价值计入损益的金融资产	3,713	3,946	4,267	4,586	保险合同资产	972	1,363	1,298	1,490
并非按公允价值计入损益的金融资产	4,275	4,635	4,751	5,130	再保险合同资产	5,730	6,572	6,866	7,508
其他投资回报	3,965	4,870	4,910	5,468	金融投资:	272,151	290,129	314,243	337,468
金融资产减值亏损净额	-16	-30	-50	-100	按摊销成本				
投资回报	11,937	13,422	13,878	15,084	债务证券	2,399	2,540	2,761	2,960
投资业绩净额	3,610	4,059	4,197	4,562	贷款及存款	3,770	4,177	4,438	4,812
分占联营公司及合营公司溢利/亏损前溢利	7,480	8,270	8,891	9,715	按公允价值计入其他全面收入				
税前溢利	7,831	8,370	8,941	9,765	债务证券	98,289	104,033	113,088	121,228
税项开支	-978	-1,241	-1,221	-1,391	按公允价值计入损益				
纯利	6,853	7,130	7,720	8,375	债务证券	77,530	91,894	94,496	104,176
归母净利润	6,836	7,112	7,701	8,354	贷款及存款	272	303	321	349
少数股东损益	17	18	19	21	股权	19,797	21,782	23,224	25,138
主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E	投资基金的权益及可转换贷款票据	69,040	64,397	74,764	77,605
价值					衍生金融资产	1,054	1,001	1,151	1,201
内含价值	69,035	71,249	76,499	82,176	现金及现金等价物	8,101	11,004	10,629	12,105
新业务价值	4,712	5,316	5,844	6,426	资产总计	305,454	329,601	354,833	382,216
成长能力					保险合同负债	221,412	242,354	262,518	283,754
内含价值增长率	2.35%	3.21%	7.37%	7.42%	再保险合同负债	255	340	335	380
新业务价值增长率	16.81%	12.81%	9.95%	9.96%	投资合约负债	6,967	9,274	9,151	10,374
保险收益增长率	10.28%	7.91%	7.66%	7.72%	衍生金融负债	8,615	9,505	10,255	11,106
净利润增长率	81.62%	4.04%	8.28%	8.49%	负债合计	264,641	290,721	314,340	340,076
盈利能力					股本	14,183	10,694	10,694	10,694
总资产收益率ROA	2.24%	2.16%	2.18%	2.19%	归母股东权益	40,490	38,573	40,173	41,807
净资产收益率ROE	16.88%	18.44%	19.17%	19.98%	股东权益合计	40,813	38,880	40,494	42,140
每股指标 (美元)					负债及股东权益总计	305,454	329,601	354,833	382,216
每股内含价值	4.87	6.66	7.15	7.68					
每股收益	0.48	0.67	0.72	0.78					
每股净资产	2.85	3.61	3.76	3.91					
估值分析									
PEV	1.59	1.16	1.08	1.01					
PE	16.05	11.63	10.74	9.90					
PB	2.71	2.14	2.06	1.98					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。