

友邦保险 (01299.HK)

寿险销售标杆，强化全球配置

优于大市

核心观点

友邦保险是深耕亚太业务的百年寿险公司。公司总部位于中国香港，是一家拥有百年历史的人寿保险公司。2009年，友邦保险母公司AIG重组，友邦集团正式转为独立实体，并于次年在港交所上市，成为当时全球第三大IPO。友邦保险深耕亚太地区寿险业务，建立起遍布亚洲庞大的专属代理、伙伴及员工网络，在亚太多国市场占有率位居前列。截至2024年，友邦保险实现年化新保费收入86.06亿美元，归母净利润68.83亿美元，新业务价值47.12亿美元，位列上市险企第二位。

公司凭借地区及产品优势，保持新业务价值的高速增长。友邦保险是全球最大泛亚太地区独立上市人寿保险集团，覆盖亚太地区18个市场，中国内地及中国香港地区新业务价值贡献率常年稳居50%以上。随着内地业务版图不断扩大，叠加中国香港访港客户的持续提升，奠定友邦保费收入“基本盘”。截至2024年，中国内地、中国香港、泰国、新加坡、马来西亚及其他市场新业务价值占比24.0%/34.8%/16.1%/9.0%/6.9%/9.2%。

友邦秉持“最优秀代理”策略，树立行业代理人制度“标杆”。公司不断实践多维度代理人转型策略，从优增援、优培训、优留存等方面促进代理人的中长期高质量发展。截至2024年7月，友邦人寿MDRT人数达到4656人，远超内地同业，高居全球榜首。友邦保险构建完整的人才画像系统，通过学历（本科及以上）、职业背景（金融从业经历）、综合素质（持有CFP/CFA等认证）三维筛选机制来确保招募代理人质量。2018年，友邦中国本科率已达40%，远超行业平均水平13%。

负债端强销售能力叠加全球资产配置，公司应享有一定估值溢价。（1）行业顶尖代理人质量及特色化业务区位优势带动公司新业务价值率维持高位；（2）资产配置辐射全球，分散单一市场投资风险，把握核心投资机遇；（3）受益于弱美元周期，若美元疲软友邦以当地货币计价的资产和收入在转换为美元报表时会增值，从而提升财务表现和股价预期。综合以上三方面原因，我们判断友邦保险估值相对行业基准应享有一定的估值溢价。

盈利预测与估值：2017年以来友邦平均P/EV为1.75x，显著高于内资险企。当前公司估值为2017年以来的39%分位，处于历史低位。近年来公司业务版图持续扩张带动EV维持高增，但当前估值相较于历史业务高增时期的2x仍有较大提升空间。我们预计公司2025年至2027年每股内含价值（EVPS）为6.83/7.46/8.22美元，当前股价对应公司P/EV为1.30/1.19/1.08倍，目标价为87.13至94.10港元/股，对应当前估值为1.82x至1.96x，仍有25%以上的上升空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：盈利预测及估值风险；市场竞争加剧；全球利率波动风险等。

公司研究·深度报告

非银金融·保险 II

证券分析师：孔祥

联系人：王京灵

021-60375452

0755-22941150

kongxiang@guosen.com.cn wangjingling@guosen.com.cn

S0980523060004

基础数据

投资评级	优于大市（首次评级）
合理估值	87.13 - 94.10 港元
收盘价	68.75 港元
总市值/流通市值	730770/730770 百万港元
52周最高价/最低价	73.10/47.62 港元
近3个月日均成交额	2379.85 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险服务业绩(百万美元)	5,019	5,749	6,539	6,993	7,723
(+/-%)	-8.18%	14.54%	13.74%	6.94%	10.44%
归母净利润(百万美元)	3,764	6,836	7,302	7,877	8,685
(+/-%)	13.00%	81.62%	6.81%	7.88%	10.26%
摊薄每股收益(美元)	0.33	0.55	0.62	0.67	0.74
每股内含价值(美元)	6.17	6.64	6.83	7.46	8.22
(+/-%)	1.65%	7.62%	2.84%	9.28%	10.17%
PEV	1.44	1.34	1.30	1.19	1.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司简介	5
历史沿革：深耕亚太业务的百年寿险公司	5
股权结构：股权分散，利好决策效率提升	7
公司治理：高管从业经验丰富，区域首席执行官设置本土化	8
行业概况：产品转型，资负匹配	9
专精亚太市场的精品寿险公司	10
中国内地：加速多省市业务布局	12
中国香港：储蓄型保险带动 NBV 持续提升	14
新马泰地区：业务占比下滑，增长潜力依旧	16
打造行业代理人渠道“标杆”	18
多维协同，驱动代理人制度全面转型	19
准入门槛与留存率双高，构建代理人制度护城河	20
TDA 战略赋能全流程，生成式 AI 驱动代理人队伍可持续发展	21
资产端：全球配置，收益稳健	23
财务分析	25
盈利预测	28
假设前提	28
未来 3 年盈利预测	28
盈利预测的敏感性分析	29
估值与投资建议	30
相对估值：目标价为 87.13 至 94.10 港元/股	30
投资建议	32
风险提示	33
附表：财务预测与估值	35

图表目录

图1：公司 2010 年至 2024 年化新保费收入及同比增速	5
图2：公司 2010 年至 2024 年归母净利润（单位：百万美元）	5
图3：头部上市险企 2024 年新业务价值（单位：亿元）	6
图4：友邦保险控股子公司	7
图5：主要上市寿险公司代理人规模（单位：万人）	10
图6：主要上市寿险公司人均新业务价值（单位：万元）	10
图7：公司新业务价值及新业务价值率（单位：百万美元，%）	11
图8：上市险企新业务价值率对比（单位：%）	11
图9：公司业务布局	11
图10：友邦保险各地区新业务价值占比（单位：%）	12
图11：友邦人寿业务扩展版图	13
图12：2024 年 10 月全国各地保费收入占比（单位：%）	13
图13：友邦保险各地区保费收入占比（单位：%）	14
图14：友邦香港新业务价值及新业务价值率（单位：百万美元，%）	15
图15：中国香港储蓄型保险收益演示及对比	16
图16：新马泰地区新业务价值利润率（单位：%）	16
图17：新马泰地区新业务价值变动（单位：%）	16
图18：2024 公司各地区 NBV 占比（单位：%）	17
图19：友邦泰国新业务价值及变动（单位：百万美元，%）	17
图20：友邦泰国年化新保费收入及增速（单位：百万美元，%）	17
图21：新加坡新业务价值及变动（单位：百万美元，%）	18
图22：新加坡年化新保费收入及增速（单位：百万美元，%）	18
图23：马来西亚新业务价值及变动（单位：百万美元，%）	18
图24：马来西亚年化新保费收入及增速（单位：百万美元，%）	18
图25：中国内地保险公司 2024 年 MDRT 人数和同比增速	19
图26：中国香港保险公司 2024 年 MDRT 人数和同比增速	19
图27：友邦端到端的数字化招聘-培训-展业流程	22
图28：友邦端到端的数字化招聘-培训-展业流程	22
图29：2009 年-2023 年保险代理人数量（单位：万人）	22
图30：上市寿险公司代理人数量及同比变化（单位：万人，%）	22
图31：友邦保险资产配置结构（单位：%）	23
图32：2023 年上市险企固收类资产占比（单位：%）	23
图33：保诚保险资产配置结构（单位：%）	24
图34：友邦保险所持有的政府债券结构（按地区分类）	24
图35：2024 年公司所持各地政府债券结构（按会计计量方式）	24
图36：中国、泰国、美国 10 年期国债收益率（单位：%）	25
图37：新加坡及印尼 10 年期国债收益率（单位：%）	25

图 38: 2024 年公司持有的政府债券信用评级	25
图 39: 公司 2015 年至 2022 年保险收益及同比增速	26
图 40: 公司 2015 年至 2022 年投资收益及同比增速	26
图 41: 公司 2015 年至 2022 年利息收入及同比增速	26
图 42: 公司 2015 年至 2022 年保险服务开支及同比增速	26
图 43: 上市险企综合偿付能力充足率 (单位: %)	27
图 44: 2010 年至 2024 年友邦保险及同业公司 ROE (单位: %)	28
表 1: 1991 年至 2024 年友邦保险发展历程	6
表 2: 友邦保险前十大股东持股情况 (截至 2025Q1)	7
表 3: 友邦保险核心管理层简介	8
表 4: 两大渠道新业务价值及占比变动情况 (单位: 亿元, %)	10
表 5: 友邦人寿分公司成立时间	12
表 6: 中邮人寿前五大股东结构 (截至 2023 年年报)	14
表 7: 友邦盈御多元货币计划 3	15
表 8: 主要内地寿险公司代理人招募情况	21
表 9: 友邦保险盈利能力预测 (百万美元)	29
表 10: 友邦保险 2025 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 美元)	29
表 11: 友邦保险 2026 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 美元)	29
表 12: 友邦保险 2027 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 美元)	30
表 13: 友邦保险 NBV 预测 (单位: 百万美元)	30
表 14: 友邦保险内含价值预测 (单位: 百万美元)	31
表 15: 可对比公司估值 (P/EV)	31

公司简介

历史沿革：深耕亚太业务的百年寿险公司

友邦保险控股有限公司（以下简称“友邦保险”）总部位于中国香港，是一家拥有百年历史、专注于亚太地区业务的人寿保险公司。1919年，史戴先生在上海成立美亚保险，是友邦保险的前身。1947年，友邦保险将总部迁往中国香港，并在次年逐步开展东南亚、韩国、澳大利亚等地业务。1992年，友邦保险重返中国内地，成为中国首家取得牌照的外资寿险公司。2009年，友邦保险母公司AIG重组，友邦集团正式转为独立实体，并于次年在港交所上市，成为当时全球第三大IPO。

作为具有百年历史的国际人寿保险公司，友邦保险深耕亚太地区寿险业务，建立起遍布亚洲庞大的专属代理、伙伴及员工网络，在亚太多国市场占有率位居前列。公司主要业务包括人寿保险、健康保险、意外伤害保险等保险，退休规划服务、企业客户服务等服务和再保险业务等。截至2023年底，友邦保险为逾4200万份个人保单的持有人、逾1800万名团体保险计划的参与成员和逾300万名参与健康及养老规划客户提供服务，总保额超过2万亿美元。截至2024年末，友邦保险实现年化新保费收入86.06亿美元，归母净利润68.83亿美元，新业务价值47.12亿美元，位列上市险企第二位。

图1：公司2010年至2024年化新保费收入及同比增速



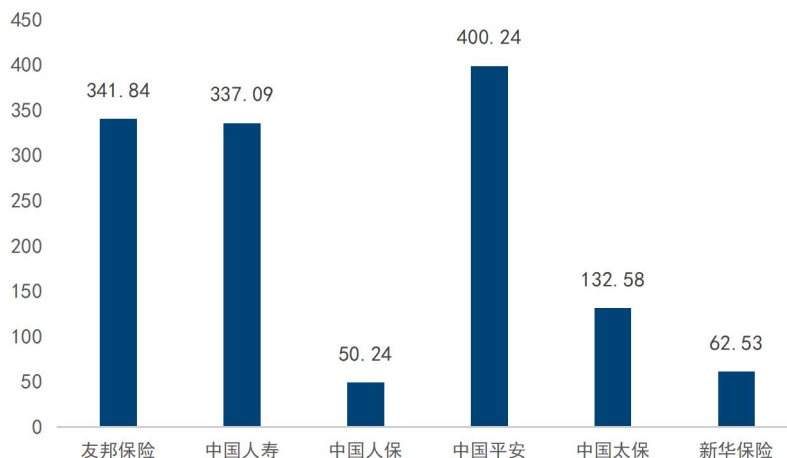
图2：公司2010年至2024年归母净利润（单位：百万美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 头部上市险企 2024 年新业务价值 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 1991 年至 2024 年友邦保险发展历程

时间	事件
1919 年	创始人 Vander Starr 先生在上海成立保险公司 AAU。
1931 年	Vander Starr 先生在上海创办 INTASCO。
1939 年	AAU 总部迁至纽约。
1940 年	INTASCO 更名为 AIA。
1948 年	AIA 区域办事处迁往中国香港。
1950 年	中国业务暂停。
1967 年	AIG 集团在美国特拉华州正式成立。
1984 年	AIG 股份在纽约证券交易所上市。
1992 年	AIG 获得中国大陆首个外资保险公司牌照。
2008 年	AIG 金融危机期间出现流动性问题, 纽约联储和美国财政部对其救助。
2009 年	AIG 重组将友邦集团转为独立实体, 友邦保险分拆出售。
2010 年	保诚收购友邦失败, 友邦保险在港交所上市, AIG 持股 32.89%。
2012 年	AIG 出售友邦保险所有股份。
2013 年	完成马来西亚业务整合, 于斯里兰卡开展业务。
2014 年	与花旗银行达成独家长期银行保险合作协议, 覆盖亚太区 11 个市场。
2015 年	友邦保险百万圆桌会会员 (MDRT) 人数成为全球第一。
2018 年	友邦保险推出全新品牌承诺: 健康长久好生活。
2020 年	中国银保监会同意友邦保险中国内地分支机构改建为友邦独资人寿保险子, 友邦人寿成为中国内地首家外资独资人身保险公司, 获批筹建四川分公司。
2021 年	友邦人寿四川分公司完成筹建, 友邦人寿湖北分公司获批筹建。
2022 年	友邦人寿在上海建立友邦金融中心。
2023 年	友邦人寿河南分公司获批筹建。
2024 年	友邦人寿安徽分公司、山东分公司、重庆分公司和浙江分公司相继获批筹建。

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理 (截至 2024 年年报)

股权结构：股权分散，利好决策效率提升

从股权结构来看，友邦保险股权分散，无实际控制人。截至 2025 年 3 月末，公司前五大股东包括纽约梅隆银行、美国资本集团、贝莱德公司、摩根大通、资本研究与管理公司，持股比例分别为 10.73%、7.03%、6.21%、2.82%、0.66%，合计持股比例达 27.45%。整体来看，公司股权结构分散，没有实际控制人，前五大股东均为长期财务投资者，且未派驻董事参与公司经营决策，因此公司高级管理层或面临较少制约，利于公司运营管理效率的提升及转型战略的持续推动。

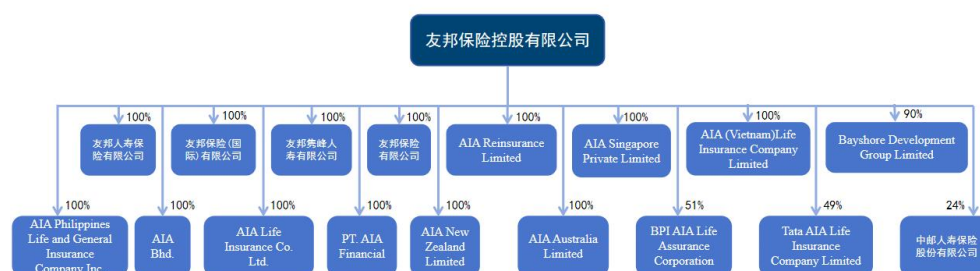
表2: 友邦保险前十大股东持股情况（截至 2025Q1）

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数
The Bank of New York Mellon Corporation (纽约梅隆银行)	境外法人	10.73%	1,147,479,715
The Capital Group Companies, Inc. (美国资本集团)	境外法人	7.03%	751,776,029
BlackRock, Inc. (贝莱德)	境外法人	6.21%	664,572,748
JPMorgan Chase & Co. (摩根大通)	境外法人	2.82%	301,567,576
Capital Research and Management Company (资本研究与管理公司)	境外法人	0.66%	70,315,555
Citigroup Inc. (花旗集团)	境外法人	0.66%	37,817,647
华夏基金管理有限公司	公募基金公司	0.20%	21,694,741
李源祥	自然人	0.08%	8,428,008
Brown Brothers Harriman & Co. (布朗兄弟哈里曼公司)	境外法人	0.07%	7,790,002
Bessemer Investment Management LLC (贝西默投资管理有限责任公司)	境外法人	0.06%	6,640,566

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

友邦保险通过其控股子公司构建起覆盖保险、投资等领域的业务网络，有效赋能集团市场扩张。17 个子公司业务范围涵盖中国、新加坡、马来西亚、澳大利亚、越南、柬埔寨等 18 个市场，为集团带来显著的协同效应，提升整体市场占有率。其中，子公司 Bayshore Development Group Limited 作为房地产投资与管理公司，为集团创造稳定的租金收入，优化整体财务表现。

图4: 友邦保险控股子公司



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司治理：高管从业经验丰富，区域首席执行官设置本土化

公司高级管理层专业性强，具备丰富保险从业经验。友邦保险总裁兼首席执行官李源祥先生与 2020 年 6 月 1 日出任该职位，曾在中国平安保险(集团)股份有限公司、中信保诚人寿保险有限公司担任高级职位，深耕保险行业已有三十余年。总体来看，友邦保险高管团队共 12 人，其中 8 人均在其他保险公司担任过高管职位，5 人具有精算师协会会员资格。团队成员具有深厚的亚太地区经营管理从业经验，深入涉足经济、金融保险等领域，为友邦保险持续发展提供内生动力。

公司遵照高度本土化策略设置区域首席执行官，积极拓展亚太地区保险业务。2024 年 11 月 22 日，友邦保险宣布，任命张晓宇先生为区域首席执行官，负责中国内地、韩国和越南经营业务。此前，张晓宇先生曾任职于友邦保险中国区首席执行官，负责友邦保险在中国内地的运营管理。此外，负责中国内地、中国香港特别行政区、澳门特别行政区、南韩和台湾(中国)经营业务的陈荣声先生曾担任友邦保险香港及澳门首席执行官、中国区主管和台湾南山人寿执行副总裁。负责泰国、新加坡、马来西亚、柬埔寨等东南亚地区业务的陈学旅先生曾任友邦保险泰国业务首席执行官和新加坡业务首席执行官。区域首席执行官高度本土化的设置策略能够帮助友邦保险更好理解各地区市场的特殊需求，制定和执行符合当地市场特点的业务策略，从而提升业务效率和市场竞争力，实现公司的长期发展和增长目标。

表3: 友邦保险核心管理层简介

姓名	职务	性别	出生年份	简介	学历
Leo Michel GREPIN	策略总监、区域首席执行官	男	1976	负责本集团于澳洲、新西兰、印尼和菲律宾经营的业务，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等	麦基尔大学机械工程(荣誉)学士，麻省理工学院航空航天理学硕士
李源祥	总裁、首席执行官	男	1966	曾任中国平安保险(集团)股份有限公司的执行董事、联席首席执行官及首席保险业务执行官、中信保诚人寿保险有限公司总经理、日内瓦保险协会副主席、香港金融学院会员	剑桥大学财政金融哲学硕士，北美精算协会的资深会员
Biswa Prakash MISRA	首席技术总监、营运总监	男	1978	负责领导本集团科技、数码及分析领域，以及集团营运和营运共享服务。曾任 ING Insurance AsiaPacific 区域首席技术总监	印度苏拉特国家科技学院电子工程学士
钟家富	首席财务总监	男	1963	负责领导本集团所有资本及财务管理的相关事宜，以及管理与主要外部持份者的关系。曾任中国太平洋保险(集团)股份有限公司旗下的中国太平洋人寿保险股份有限公司的执行副总裁，保诚集团亚洲有限公司亚洲区寿险业务首席财务总监	英国精算师协会资深会员，国际会计准则理事会辖下国际财务报告准则咨询委员会成员
陈荣声	销售总监、区域首席执行官	男	1964	负责本集团于中国内地、香港特别行政区、澳门特别行政区、南韩和台湾(中国)经营的业务，以及本集团之代理分销、伙伴分销、企业方案及数码平台伙伴。曾任友邦保险香港及澳门首席执行官、友邦保险中国区主管、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	香港大学理学士学位，北美精算协会资深会员、美国精算师学会会员及加拿大精算师学会资深会员
张晓宇	区域首席执行官	男	1976	负责友邦保险于中国内地、韩国和越南经营的业务。曾任友邦中国首席执行官	复旦大学应用数学系硕士，北美精算师
陈学旅	区域首席执行官	男	1966	负责本集团于泰国、新加坡、汶莱、马来西亚、柬埔寨、缅甸、越南和斯里兰卡经营的业务。曾任友邦保险泰国业务首席执行官、首席风险管理总监、新加坡业务首席执行官、大东方人寿新加坡首席执行官、新加坡金融管理局保险署署长、新加坡寿险协会会	——

				长、新加坡保险学院副主席、泰国寿险协会副会长及新加坡金融业争议调解中心董事会成员	
洪碧珊	人力资源总监	女	1969	负责制订和执行本集团的整体人力资本策略，为各地区市场的人力资源运作提供领导及支援。曾任渣打银行新加坡人力资源部主管、Marsh Asia 高级副总裁兼人力资源部主管	——
康礼贤	投资总监	男	1962	负责监督本集团的投资组合管理以及管理和支援本集团内众多投资专才。曾任国泰康利资产管理担任首席执行官、安联投资 RCM Global Investors 的亚太区首席执行官、富达投资及英国保诚高级职位	伦敦商学院投资管理学士，运筹学博士，皇家统计学会资深会员
彭凯彤	风险管理总监	女	1970	负责本集团风险及合规工作。曾任瑞士再保险 (Swiss Re) 亚洲再保险首席执行官、亚洲区域总裁及集团执行委员会成员、伤亡再保险主管及亚洲伤亡承保主管	德雷克大学工商管理学士，产险精算学会资深会员，美国精算师学会会员
施斌升	市场总监	男	1966	负责客户体验、客户主张、品牌管理、AIA Vitality 健康计划、传讯、赞助、活动策划和数码营销。曾担任 AIG 人寿公司全球意外及医疗保险部总裁、苏黎世保险集团担任亚太区一般保险业务首席执行官	毕业于哈佛商学院、佛莱彻法律及外交学院及美国布兰迪斯大学

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

行业概况：产品转型，资负匹配

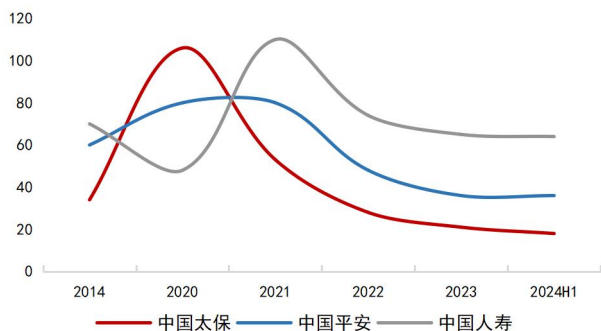
目前，我国保险业正在进行产品转型和强化资负联动。负债方面，监管新规推动保险行业进行负债成本优化。2024 年 8 月，国家金融监管总局发布《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，新备案的普通型、分红型及万能型保险产品预定利率上限分别为 2.5%、2.0%、1.5%，且利率挂钩及动态调整机制逐步嵌入，有助于缓解利差损失风险。保险产品预定利率下调后，采取“保底+浮动”收益模式的分红险产品有望成为人身险公司重点发力方向。

2024 年三季度末，在保险业“国十条”系列政策催化下，保险公司持续推进产品结构转型。寿险方面，传统增额终身寿险优势依旧存在，分红型比重有望加大。

渠道方面，代理人规模经历疫情前激增后，降至十年前水准线之下。截至 2023 年末，全行业代理人骤缩至 281 万人。伴随人力规模收缩，人均新业务价值增长显著。截至 2024 年中期，中国太保、中国平安、中国人寿人均新业务价值分别是 2014 年的 1.95 倍、1.76 倍、2.62 倍，渠道转型初见成效。渠道转型的关键是培养专业化代理人，提升代理人的展业效率。随着各家险企积极推动“优增优育”为驱动的代理人培养计划，我们持续看好后续队伍结构优化带来的保费增长空间。

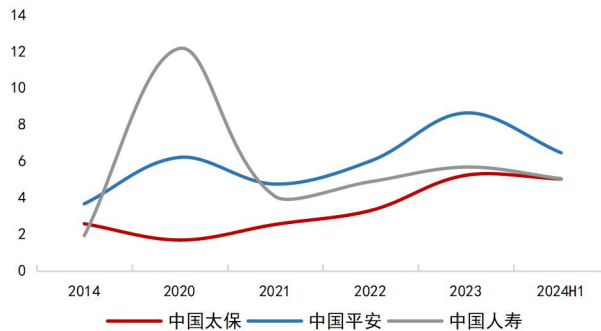
在监管推动“报行合一”下，保险公司渠道费用压降明显，新业务价值普遍快速增长，从个险、银保两大渠道来看，银保渠道所创造的新业务价值同比增长率远超个险渠道，个险渠道新业务价值占比普降，银保渠道新业务价值占比普长。我们预计未来“报行合一”带来的短期阵痛将逐渐消散，银保渠道优势将持续发挥，利好产品创设和服务优势突出的人身险公司。

图5: 主要上市寿险公司代理人规模 (单位: 万人)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 主要上市寿险公司人均新业务价值 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表4: 两大渠道新业务价值及占比变动情况 (单位: 亿元, %)

项目	个险新业务价值	同比变动	个险新业务占总新业务价值比重	比重变动	银保渠道新业务价值	同比变动	银保渠道新业务占总新业务价值比重	比重变动
中国平安	181.06	10.81%	81.12%	-0.12	26.41	17.30%	11.37%	-0.51
中国太保	72.19	21.53%	79.88%	-0.81	17.48	26.50%	19.34%	0.34
新华保险	27.8	39.49%	69.52%	3.61	13.78	97.10%	35.32%	0.31
中国人保	19.68	33.24%	50.01%	-21.69	19.34	91%	49.15%	0.13
中国人寿	292.91	14.62%	90.79%	-3.16	-	-	-	-

资料来源: Wind, 公司财报, 国信证券经济研究所整理。注: 中国人寿未披露银保渠道相关数据。

专精亚太市场的精品寿险公司

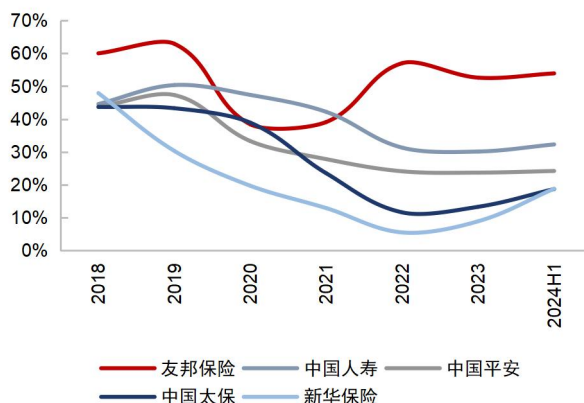
作为深耕亚太市场的人身险公司, 友邦保险通过高质量产品供给及渠道建设保持新业务价值的高速增长, 新业务价值率常年稳居上市险企首位。截至 2024 年末, 公司新业务价值同比增长 18%至 47.12 亿美元, 新业务价值创多年新高。过去 5 年, 公司平均新业务价值率为 48.2%, 2020 年及 2021 年因受到疫情影响, 代理人展业受限, 叠加资本市场震荡等因素影响, 公司新业务价值率显著下滑。2022 年以来, 在行业财富管理属性加强背景下, 公司积极调整业务节奏及产品供给, 叠加公司自身品牌效应, 新业务价值的得到显著修复。截至 2024 年中期, 公司新业务价值率为 53.9%, 稳居上市险企首位。

图7: 公司新业务价值及新业务价值率 (单位: 百万美元, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

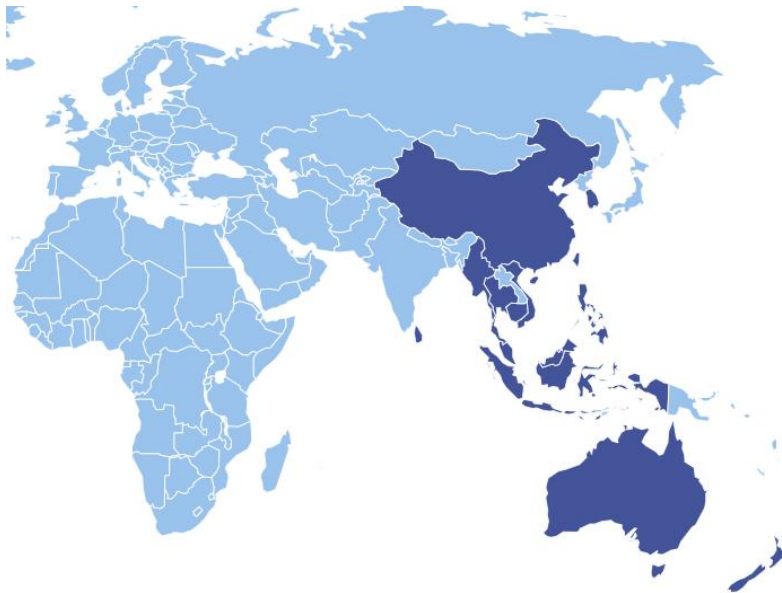
图8: 上市险企新业务价值率对比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

友邦保险是全球最大的泛亚太地区独立上市人寿保险集团, 覆盖亚太地区 18 个市场, 包括中国内地、中国香港特别行政区、泰国、新加坡、马来西亚、澳洲、柬埔寨、印度尼西亚、缅甸、菲律宾、韩国、斯里兰卡、中国台湾、越南、文莱、中华人民共和国澳门特别行政区和新西兰拥有全资的分公司及附属公司, 以及印度合资公司的 49% 权益。此外, 友邦保险持有中邮人寿保险股份有限公司 24.99% 股权, 赋能内地银保业务建设。

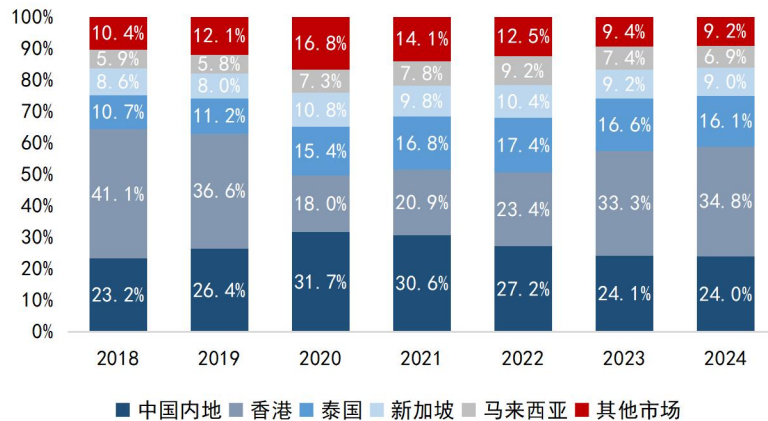
图9: 公司业务布局



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

公司深耕亚太人身险市场, 中国内地及中国香港地区新业务价值贡献率常年稳居 50% 以上。截至 2024 年, 中国内地、中国香港、泰国、新加坡、马来西亚及其他市场新业务价值占比分别为 24.0%/34.8%/16.1%/9.0%/6.9%/9.2%。

图10: 友邦保险各地区新业务价值占比（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

中国内地：加速多省市业务布局

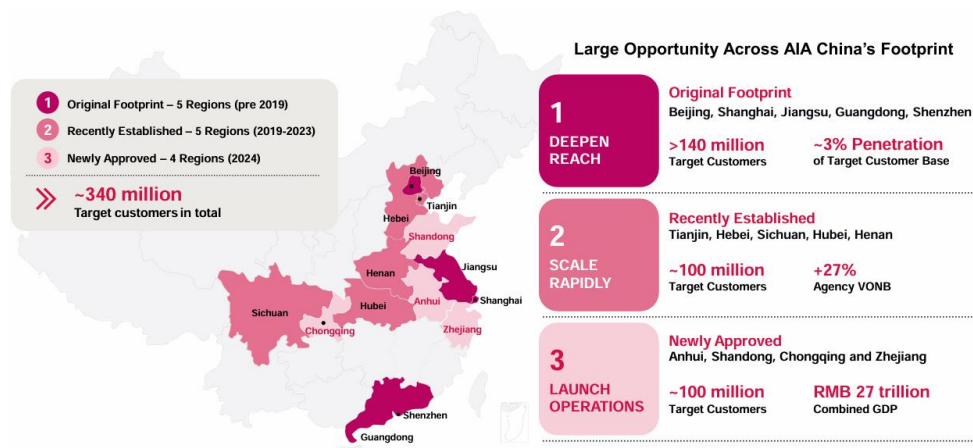
1992年9月29日，友邦保险有限公司上海分公司成立。2020年6月17日，友邦保险有限公司获得原中国银保监会批复，将友邦保险有限公司上海分公司改建为独资人身保险公司——友邦人寿保险有限公司（以下简称“友邦人寿”），成为中国内地首家外资独资人身保险公司。经过多年发展，友邦人寿业务覆盖北京、上海、广东、深圳、江苏等10个区域并持续加速扩张。2024年10月以来，友邦人寿陆续获批筹建安徽分公司、山东分公司、重庆分公司、浙江分公司，全面“进军”内地核心保费产出市场。截至2024年10月，保险业上述四省保费收入占比分别为3.0%、6.3%、2.0%、6.2%，合计占比超17.5%。

表5: 友邦人寿分公司成立时间

序号	时间	获批筹建的分公司
1	2020年8月	成立天津、石家庄中心支公司
2	2021年3月	成立四川分公司
3	2022年1月	成立湖北分公司
4	2023年4月	成立河南分公司
5	2023年8月	石家庄获批改建升级为河北分公司
6	2024年10月	获批筹建安徽分公司、山东分公司
7	2024年11月	获批筹建重庆分公司、浙江分公司

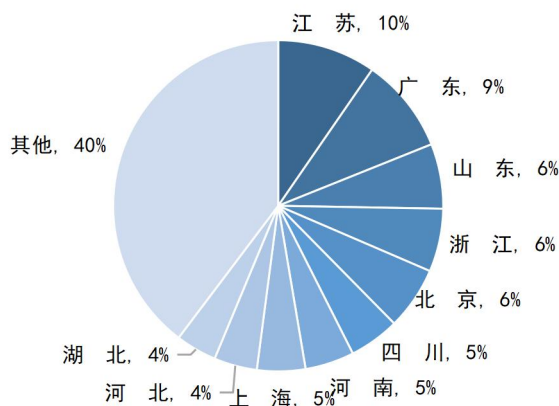
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 友邦人寿业务扩展版图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

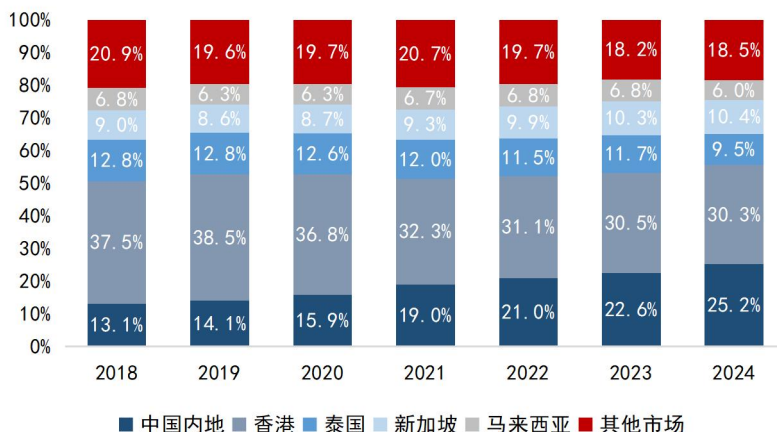
图12: 2024 年 10 月全国各地保费收入占比 (单位: %)



资料来源: 金管局, 国信证券经济研究所整理

近年来, 友邦不断加大内地业务布局, 保费收入占比持续提升。受益于“最优秀代理”20%的增速, 以及银保渠道新业务价值的大幅提升, 截至2024年, 中国内地保费收入占比由2018年的13.1%提升至25.2%, NBV增长26%至12.17亿美元, 创历史新高。随着友邦人寿业务版图的不断扩大, 叠加公司通过分销形式对准中国内地中产客户的策略, 未来具备较大业务持续增长空间。

图13: 友邦保险各地区保费收入占比（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

此外，友邦保险于 2021 年斥资 120 亿元入股中邮人寿，位列第二大股东，进一步挖掘内地下沉市场业务空间。中邮人寿依托中国邮政集团及邮储银行的渠道资源，拥有全国约 4 万个网点和超 6 亿零售客户，覆盖 21 个省份（后扩展至 22 个），尤其在非一线城市具备显著优势。友邦作为外资险企，此前受限于政策与渠道，业务主要集中于一线及沿海城市，入股后可借助中邮的银保渠道快速渗透下沉市场，减少自建网点的成本与时间。此外，中邮人寿以银保渠道为主，产品以短期理财型为主，客户老龄化问题突出，盈利能力较弱；而友邦以高端保障型产品和精英代理人制度见长，双方合作可结合友邦的产品开发能力与中邮的渠道资源，优化业务结构，开发长期储蓄及保障型产品，提升业务价值率。

表6: 中邮人寿前五大股东结构（截至 2023 年年报）

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	中国邮政集团有限公司	109,478,000,000	38.20
2	友邦保险有限公司	7,162,844,954	24.99
3	北京中邮资产管理有限公司	4,300,000,000	15.00
4	中国集邮有限公司	3,493,750,000	12.19
5	邮政科学研究规划院有限公司	2,758,450,000	9.62
合 计		127,193,044,954	100.00

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中国香港：储蓄型保险带动 NBV 持续提升

2023 年以来，受益于内地恢复中国香港通关，以及中国香港本地客户保险需求的稳步增长，公司在港业务维持较高增速，成为友邦全业务系下的“基本盘”。公司持续为客户提供以分红储蓄险以及分红危疾产品为代表的全方位产品供给，为 NBV 增长提供强力支撑。截至 2024 年末，中国香港地区业务 NBV 同比增长 23%，其中中国香港本地客户 NBV 增长 24%，内地访客 NBV 增长 22%。

图14: 友邦香港新业务价值及新业务价值率（单位：百万美元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

中国香港储蓄型保险收益具备较强竞争力，叠加新产品上市，带动友邦香港 NBV 持续提升。2024 年 1 月，友邦香港发布旗下旗舰储蓄产品—盈御多元货币计划 3（以下简称“盈御 3”，基于原有盈御 2 进行全面升级，产品预期收益全面提升，转换货币功能提前至第二年。根据演示案例（年交保费 10 万美元，共计缴 5 年），盈御 3 保证回本年限为 18 年，最高产品预期 IRR 可达 7.12%，产品收益率竞争力凸显。

表7: 友邦盈御多元货币计划 3

友邦盈御多元货币计划 3	
第 10 年收益	复利：2.54% 单利：2.79%
第 20 年收益	复利：5.57% 单利：9.22%
第 30 年收益	复利：6.06% 单利：15.05%
第 40 年收益	复利：6.26% 单利：23.9%
第 50 年收益	复利：6.56% 单利：42.07%
第 60 年收益	复利：6.76% 单利：75.19%
第 70 年收益	复利：6.90% 单利：136.81%
第 80 年收益	复利：7.03% 单利：255.63%
第 90 年收益	复利：7.10% 单利：476.79%
第 100 年收益	复利：7.12% 单利：869.95%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

截至 2024 年中期，新产品对于 NBV 利润率贡献 8.8%的增长，其他传统险在 2024 年带动 NBV 增长 15%。

图15: 中国香港储蓄型保险收益演示及对比

友邦

保 C

宏 L

盈Y 3

集F

环Q货币

15日-75岁

1-75岁(翌年岁)

0-70岁

9种

6种

7种

人民币/美元/港元/
欧元/英镑/澳元/加元/
新加坡元/澳门币

人民币/美元/港元/
英镑/澳元/加元

人民币/美元/港元/
英镑/加元/澳元/
新加坡元

演示案例

10万美元 x 5年

保单年度

保证IRR

预期IRR

保证IRR

预期IRR

保证IRR

预期IRR

10

-5.63%

2.54%

-3.52%

1.96%

-5.63%

2.07%

20

0.09%

5.57%

0.15%

5.35%

0.06%

5.39%

25

0.13%

6.06%

0.33%

5.91%

0.35%

5.85%

30

0.23%

6.26%

0.39%

6.04%

0.42%

6.16%

40

0.24%

6.56%

0.43%

6.47%

0.46%

6.45%

50

0.25%

6.76%

0.45%

6.69%

0.48%

6.65%

60

0.26%

6.90%

0.47%

6.85%

0.50%

6.81%

70

0.28%

7.03%

0.49%

6.98%

0.51%

6.93%

80

0.30%

7.10%

0.50%

7.06%

0.52%

7.03%

100

0.32%

7.12%

0.52%

7.07%

0.53%

7.08%

保证回本

18年

19年

19年

预期回本

8年

8年

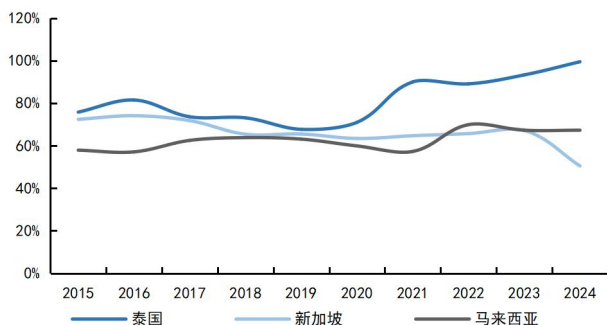
8年

资料来源: 友邦保险, 国信证券经济研究所整理

新马泰地区: 业务占比下滑, 增长潜力依旧

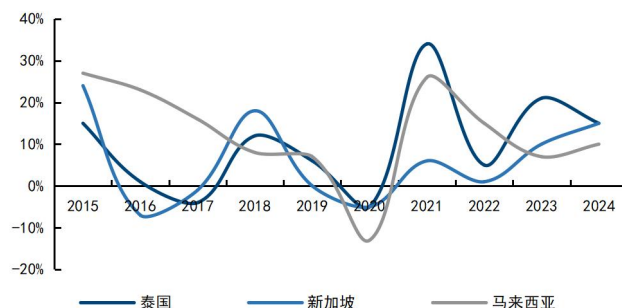
近年来, 友邦保险在新马泰地区的战略地位逐渐让位于中国内地。新马泰地区新业务价值占比已从2010年的41.8%下降至2024年末的32%。新马泰三地近十年来新业务价值变动波动较大, 但受益于东南亚保险市场需求稳步增长以及渠道代理网络的扩张, 自2021年以来, 三地新业务价值变动持续为正, 增长潜力依旧较大。

图16: 新马泰地区新业务价值利润率(单位: %)



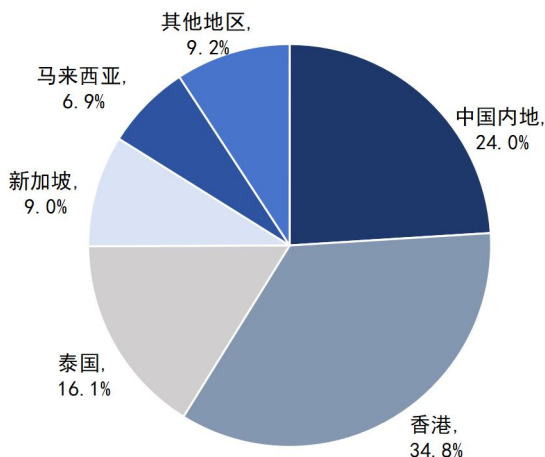
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图17: 新马泰地区新业务价值变动(单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

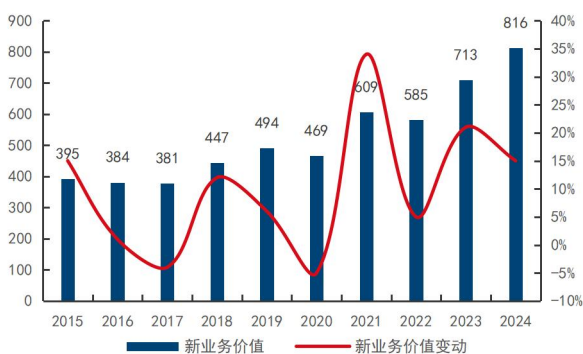
图18: 2024 公司各地区 NBV 占比（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

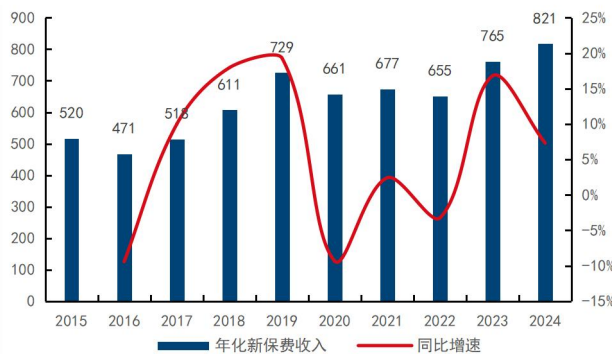
友邦泰国新业务价值变动幅度大，2020 年受疫情影响呈负增长。2021 年以来，随着经济持续复苏，友邦泰国推出更多高价值率的健康险和长期储蓄产品，新业务价值持续增长，但 2024 年增速略有回落，我们认为受到 2023 年高基数效应和 CPI 同比回升影响，储蓄型产品需求增长空间受限，保障型产品渗透率见顶。但公司新业务价值利润率依旧优势显著，得益于公司专注销售长期保障型保险和单位连结式产品。长期保障型保险风险可控，长期缴费特征明显；单位连结式产品结合了保险保障与投资功能，销售此类产品需要更强的专业顾问能力，溢价更高，因此友邦泰国新业务价值利润率显著领先其他地区。

图19: 友邦泰国新业务价值及变动（单位：百万美元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图20: 友邦泰国年化新保费收入及增速（单位：百万美元，%）

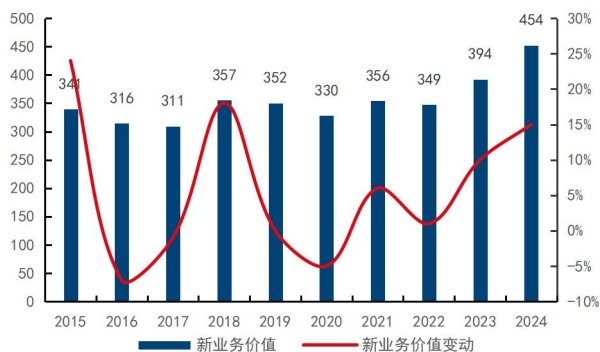


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

友邦新加坡年化新保费收入和新业务价值在疫情初期有所下降，但基本保持正增长，且近三年来同比增速快速上升，2024 年新保费收入增速达到 53.07%。新加坡作为亚洲财富管理中心，疫情后高净值人群规模持续扩大，财富管理需求爆发。2023 年 4 月，友邦新加坡设立友邦国际财富管理，精准对接区内富裕及高净值人群的复杂需求，并于同年 10 月推出新型单位连结式产品，该产品通过友邦区域基金平台引入全球领先基金经理的服务，吸引高净值客户对长期储蓄和财富管理产品的需求，成为长期储蓄业务增长的核心驱动力。

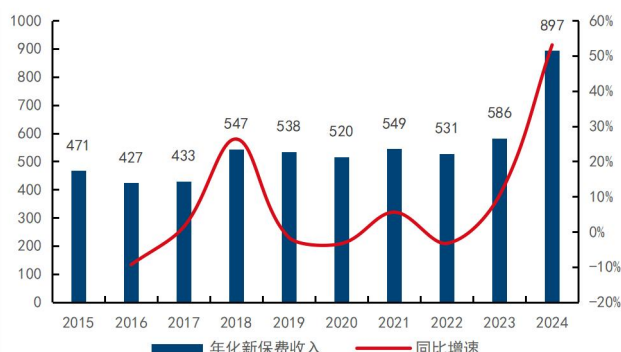
2015年至2023年，公司新加坡新业务价值利润率波动较小，但2024年，新业务价值利润率显著下滑16.7pct至50.5%，主要受产品组合的结构性调整的影响。2024年，友邦新加坡重点推动长期储蓄型产品，保费规模大，利润率较传统保障产品低，但传统保障产品依旧占比最大，抵消了部分利润率下行的压力。

图21：新加坡新业务价值及变动（单位：百万美元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

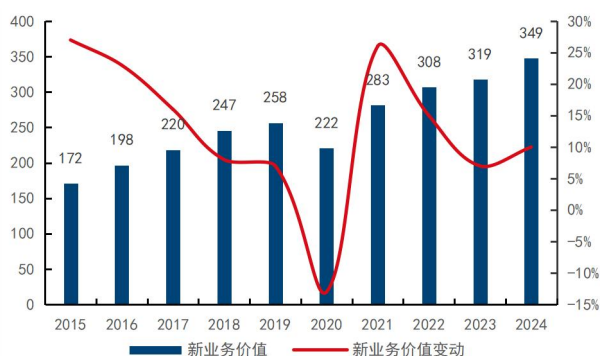
图22：新加坡年化新保费收入及增速（单位：百万美元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

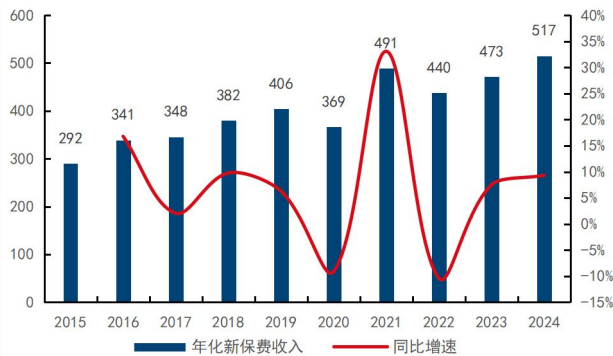
近十年来，友邦马来西亚新业务价值和年化新保费收入迅速增长，新业务价值由2015年1.72亿美元增长至2024年3.49亿美元，十年来复合增速为8.0%。除2020年受疫情影响，新业务价值基本维持双位数增速。友邦马来西亚业务稳增主要受益于高质量代理人团队。截至2023年，友邦马来西亚已经蝉联八年百万圆桌会员人数第一名，代理质量行业领先，叠加银保持续合作，2024年中期，代理渠道和银保渠道分别贡献7%和18%新业务价值增长。新业务价值利润率较为稳定，维持在60%至70%区间内。

图23：马来西亚新业务价值及变动（单位：百万美元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图24：马来西亚年化新保费收入及增速（单位：百万美元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

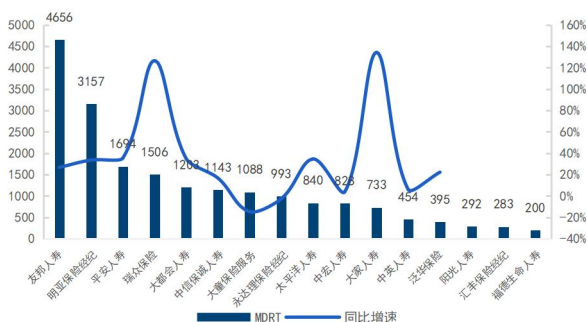
打造行业代理人渠道“标杆”

1992年，友邦保险在上海设立独资分公司，代理人制度自此进入中国，并被国内险企快速效仿。经过多年发展，友邦代理人制度经历了从“人海战术”到“价值驱动”的转型，转型成果显著。截至2024年，友邦保险新入职代理人总数增加

18%，受活跃代理人数增加及生产力提高影响，代理人队伍创造新业务价值 37.07 亿美元，同期年化新保费 54.86 亿美元，新业务价值利润率同比增长 2.2 个百分点至 67.6%，代理人队伍实现 16% 的新业务价值增长和 13% 的年化新保费增长。总体来看，代理分销业务占友邦保险 2024 年集团新业务价值的 74%。

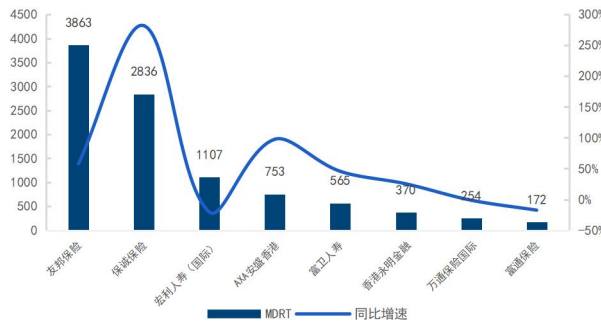
友邦保险秉持“最优秀代理”的策略，着力打造高质量代理人队伍。截至 2024 年 7 月，友邦人寿 MDRT 人数达到 4656 人，远超内地同业，高居全球榜首，使得友邦保险连续十年成为全球百万圆桌会会员人数排名第一的跨国公司。此外，友邦保险香港和友邦保险泰国更位列全球百万圆桌会会员人数前三，彰显友邦保险在打造精英代理人队伍方面的持续投入和实践。

图25：中国内地保险公司 2024 年 MDRT 人数和同比增速



资料来源：MDRT 官网，国信证券经济研究所整理

图26：中国香港保险公司 2024 年 MDRT 人数和同比增速



资料来源：MDRT 官网，国信证券经济研究所整理

多维协同，驱动代理人制度全面转型

“优质增员+专业培训”双轮机制带动友邦保险代理人制度由“人海战术”向“价值驱动”转型。为实现优质增员，友邦保险构建完整的人才画像系统，通过学历（本科及以上）、职业背景（金融从业经历）、综合素质（持有 CFP/CFA 等认证）三维筛选机制来确保招募代理人质量。2018 年，友邦中国本科率已达 40%，远超行业平均水平 13%，截至 2024 年中期，友邦中国新人本科率 94%，金融背景从业者占比超过四成，金融背景代理人产能较行业平均高 35%，CFP/CFA 等持证人占比 23%。

专业培训体系围绕“自主创业”的核心理念，依托国际顶尖学府合作课程项目，培育具有“企业家”意识的高素质代理人。2020 年 10 月，友邦中国首次推出 AIA U 培训体系，为卓越营销员提供专业化、智能化、品牌化的系统培养。（1）专业化：培训内容涵盖寿险规划师、健康管理师、理财规划师和卓越主管四个方面，并分别设置从基础到进阶及专业认证的多个层次，拓展培训覆盖领域，延伸专业深度。（2）智能化：围绕代理人日常工作所需的核心能力，构建精细化能力测评体系，通过智能化手段精准识别培训需求，量身定制专属成长计划，并运用人工智能等创新技术，为学员提供丰富的学习形式，实现“千人千面、定制培养”。（3）品牌化：深化与复旦大学等国际知名商学院、国际专业培训机构，推出更多专属培训课程和认证体系，提升培训系统权威性。

精细化激励体系以“长期价值导向”为核心，通过阶梯式佣金结构和多样化激励形式，构建起灵活专业的代理人生态。首先，友邦保险代理人佣金采用“首年佣金+续期佣金+长期服务奖金”的阶梯式结构，既强化了代理人拓展新客户的动力，

又通过续期佣金绑定长期服务关系，确保代理人与客户生命周期管理的深度绑定。其次，在不同产能梯队的激励上，友邦保险额外给予高绩效代理人股权激励、海外培训机会及管理层晋升通道等福利，形成“绩效-成长-回报”的正向循环。此外，友邦保险还通过设立团队业绩奖金池，鼓励“老带新”的协作文化，加速新人成长并提升团队整体产能。

区域扩张战略打造友邦保险“线下渗透+生态互补”的独特竞争力，带动代理人规模和人均产能双重增长。近年来，友邦保险在中国内地加速实施“分改子”策略。2024 年内，得益于北上广深成熟市场标准化客户服务模式和数字化代理人培训平台的可迁移性，公司新设安徽、山东分公司，使得 2024 年中期内地非一线城市代理人产能同比提升 44%，新入职代理人数量同比增长 26%，活跃代理人数量同比提升 11%，叠加代理人人均产能同比增加 12%，形成人力规模与人均产能的双击效应。同时，针对非一线新市场的中产客群特征，公司定制储蓄型与健康险产品组合，开拓内地市场新增长空间。截至 2024 年三季度末，友邦新设分支机构所在区域 GDP 总量达 28 万亿元，覆盖超 1 亿目标客群，为代理人展业提供广阔腹地。

银保渠道与代理人渠道协同共振，形成“优质代理人+银行流量”互补生态。银保渠道聚焦趸交类储蓄产品，进而快速获客；代理人渠道侧重期交保障型业务，深耕客户生命周期。友邦人寿通过参股中邮保险，触及邮储银行 6 亿客户资源，2023 年银保渠道 NBV 增长逾两倍，而代理人渠道则通过交叉销售及高净值客户经营提升单客价值。截至 2024 年中期，公司内地市场银保渠道新业务价值利润率提升至 41.3%，代理人渠道新业务价值利润率更高达 61.3%，两者结合既扩大了市场份额，又优化了利润结构。

准入门槛与留存率双高，构建代理人制度护城河

友邦保险通过“最优秀代理”策略构建行业领先代理人质量体系，其区别于同业的护城河优势在于其中高端市场定位带来的代理人质量优势。简而言之，友邦保险的中高端市场战略能够招募到大批高产能、高留存率的精英代理人，而中资同业寿险公司则依旧存在人力扩张与专业化培养失衡的矛盾。

从招募方面看，友邦保险代理人准入门槛更高，公司对高质量人才招聘重视程度高。友邦保险在深圳、南京、苏州等核心城市发布的 33 个代理人岗位中，本科及以上学历要求占比达 81.8%，普通代理人预期薪酬月均收入 1.2 万元，其中高净值客户服务岗普遍要求 5 年以上从业经验且年薪超 40 万元，显著高于同业水平。友邦人寿推出多样化代理人社招计划，通过 HEA 高端人才计划、铂金人才计划等招募有工作经验的代理人，提供定制化晋升通道，缩短晋升周期。此外，友邦人寿主要通过暑期实习项目提前锁定在校人才。

表8: 主要内地寿险公司代理人招募情况

	友邦人寿	中国人寿	新华保险	人保寿险
代理人准入最低门槛	大专	高中	高中	高中
普通代理人预期薪酬	月收入 1.2 万元	月收入约 8000 元	月收入约 1 万元	月收入约 6000 元
代理人社会招聘计划	HEA 高端人才计划: 针对高净值客户服务领域, 招募 25-45 周岁, 大专及以上学历, 具有金融、医疗、法律等背景, 3 年以上本地工作经验者; 铂金人才计划: 聚焦具有优秀销售能力或管理潜力的代理人, 提供“新人发展→主管培育→总监经营”的全职业周期支持	种子计划: 试点招募本科及以上学历代理人, 硕士占比 20%, 聚焦大中城市	XIN 一代计划: 招募本科及以上学历代理人, 侧重年轻化、数字化能力; 绩优主管培养计划: 针对团队管理者, 提供管理津贴及晋升通道	普惠代理人计划: 降低招募门槛, 重点覆盖三四线城市; 兼职代理人试点: 吸引兼职人员, 灵活展业
代理人校园招聘计划	未明确设置针对代理人的专项校招项目, 主要通过暑期实习项目, 招募本科及以上学历同学, 提供数字化工具培训和业务实战, 提前锁定人才	“国寿新星”项目	“新华新势力”项目	-

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

从留存方面看, 友邦保险代理人留存率高于行业平均水平。截至 2023 年, 友邦保险 5 年以上代理人留存率达 47%, 显著高于行业平均水平 21%。低流动性的队伍结构会促进培训资源有效转化为长期生产力。友邦保险代理人留存率较高主要是其长期化激励机制所致, 友邦保险采用“固定津贴+绩效奖金+长期股权”薪酬结构, 并针对精英人才提供最高达 48000 元/月的新人津贴(保险企业家孵化计划), 资深代理人年收入可达同业 2-3 倍。

TDA 战略赋能全流程, 生成式 AI 驱动代理人队伍可持续发展

TDA (Technology, Digital, Analytic) 战略赋能代理人招聘、培训、展业等各环节, 生成式 AI 助力高质量代理人队伍持续发展。2024 年, 友邦保险在数字化招聘-培训-展业流程中共部署 53 个生成式 AI 应用场景, 覆盖 GPT-4o、Gemini、Qwen 以及 Deepseek 等先进模型。在招聘环节, 友邦保险已实现端到端的数字化招聘全体系, 建立“从社交媒体挖掘潜在候选人-AI 评估候选人-AI 面试”的筛选流程。截至 2024 年, 友邦保险通过数码招聘平台 iRecruit 招聘代理人数量超过 85%。在培训环节, 友邦保险利用数字化平台对代理人进行培训, 针对代理人能力评估情况定制培训课程, 并部署 Gen AI 角色扮演培训系统, 模拟复杂销售场景, 2024 年累计覆盖 4400 名代理人, 培训评估分数平均提升 10%, 显著缩短新人产能爬坡周期。在展业环节, 友邦开发了联络中心智能助手, 优化客户实时聊天体验, 帮助代理人缩短 50% 的聊天平均摘要时间。此外, 友邦还开发了文档智能总结引擎, 使得代理人单份保险文件处理时间平均节省 55%, 显著提升代理人展业效率。

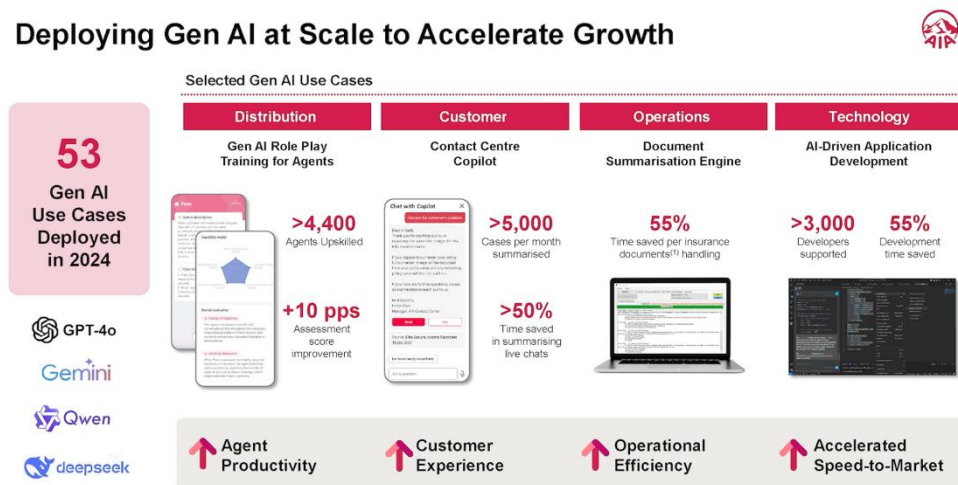
图27: 友邦端到端的数字化招聘-培训-展业流程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 友邦端到端的数字化招聘-培训-展业流程

Deploying Gen AI at Scale to Accelerate Growth



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

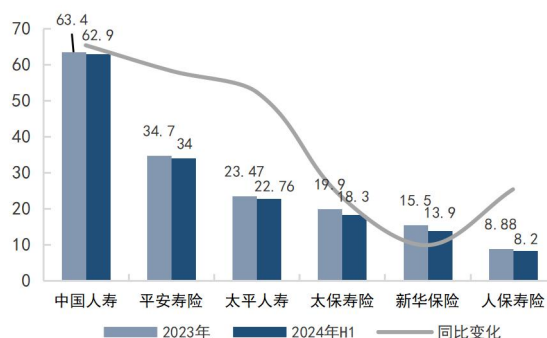
总体而言, 保险代理人模式正从“人海战术”转向“精英化”。截至 2023 年, 中国保险代理人数量减至 281.34 万, 较 2019 年 912 万的规模下降近 7 成。截至 2024 年中期, 内地六大寿险上市公司中国人寿, 平安寿险、太平人寿、太保寿险、新华保险、人保寿险代理人数量平均整体下滑 5.31%。在减员增效的大环境下, 友邦保险 2024 年中期整体新入职代理人数量同比增长 22%, 内地市场代理人数量更是逆势增长 26%。友邦代理人制度通过差异化竞争和可持续发展模式, 展现了引领行业发展的潜力。随着保险行业对专业化和服务质量的要求不断提高, 友邦的代理人模式有望成为行业风向标, 推动整个行业向高质量发展。

图29: 2009 年-2023 年保险代理人数量 (单位: 万人)



资料来源: 金管局, 国信证券经济研究所整理

图30: 上市寿险公司代理人数量及同比变化 (单位: 万人, %)

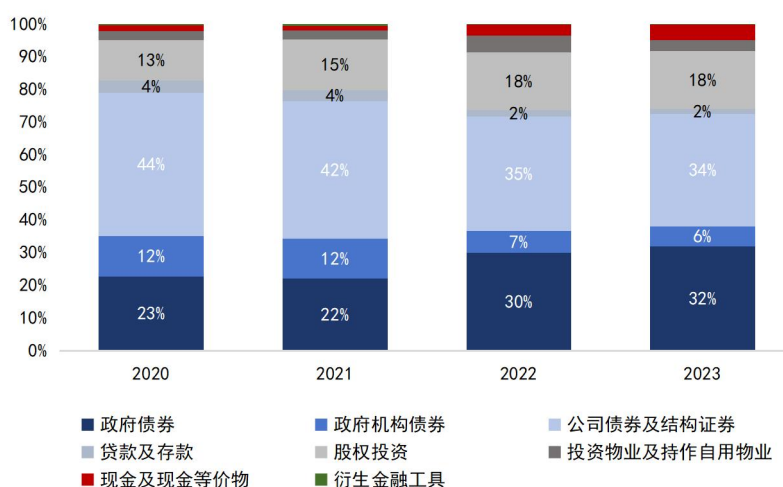


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

资产端：全球配置，收益稳健

友邦保险依托中国香港国际金融中心的优势，资产配置覆盖全球市场，包括美元债券、环球股票、行业基金及新兴市场股票等多元化标的。其资产约 80% 以公允价值计价的债权为主（如美国国债、高评级企业债等）。公司偏好长期持有优质资产，通过长周期投资平滑短期波动，实现稳定收益。近年来，公司逐步增加对新兴市场的资产配置，以捕捉区域经济增长红利。同时，面对全球低利率环境，其权益类资产占比有所提升，以弥补固定收益类资产收益率的下行压力。截至 2024 年末，公司分别实现净投资收益率及总投资收益率 4.3% 及 4.8%，较 2022 年显著改善（2022 年分别为 3.8% 及 -6.6%）。

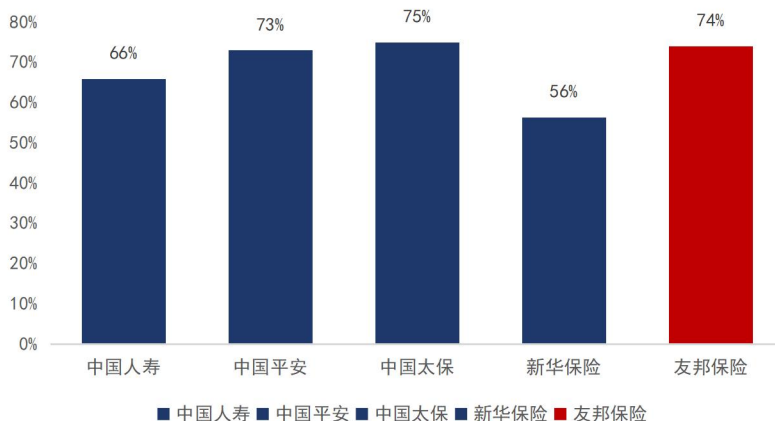
图31：友邦保险资产配置结构（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

相较于 A 股上市险企，友邦保险固收类资产占比较高，具备较强的收益稳定性。同时，公司所持有的固定收益类资产的久期与负债端长期保单匹配，降低利率风险对净值的冲击。

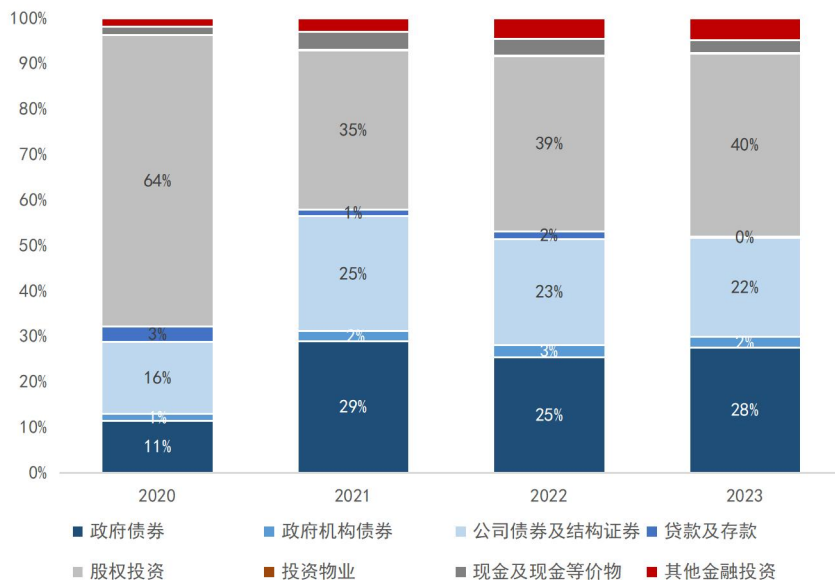
图32：2023 年上市险企固收类资产占比（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

相较于同样港股上市的保诚保险，友邦保险因固收类资产配置比例更高，资产端配置结构则彰显出较高的稳定性，在新会计准则下或也具备更好的中长期投资收益稳定性。

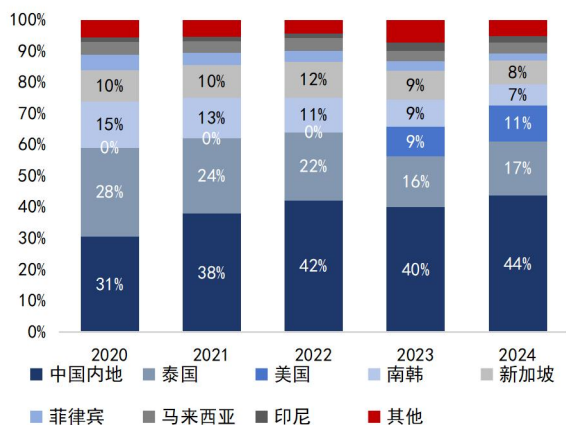
图33：保诚保险资产配置结构（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

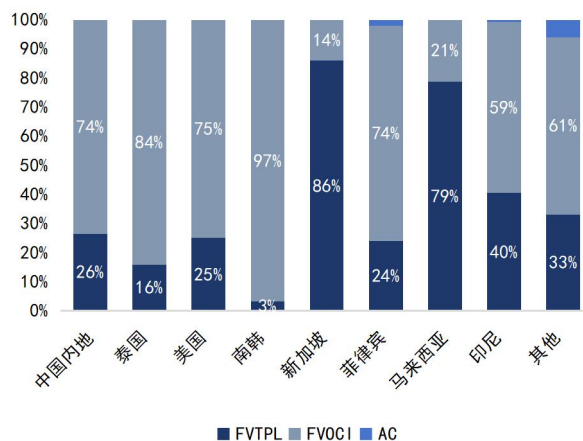
以公司所持有的政府债券来看，截至 2024 年末，公司所持有地政府债券规模达 900.95 亿美元，其中中国内地、泰国、美国债券占比达 72.5%，且会计计量类型主要以长期持有的 FVOCI 为主且 70%以上久期在 10 年以上，交易型债券占比较低，从而更好地匹配公司负债端中长期资金匹配需求，拉长资产久期。此外，公司在新加坡、印尼等地区布局交易型政府债券，以捕捉不同市场固收类资产浮盈收益，分散单一市场投资风险。

图34：友邦保险所持有的政府债券结构（按地区分类）



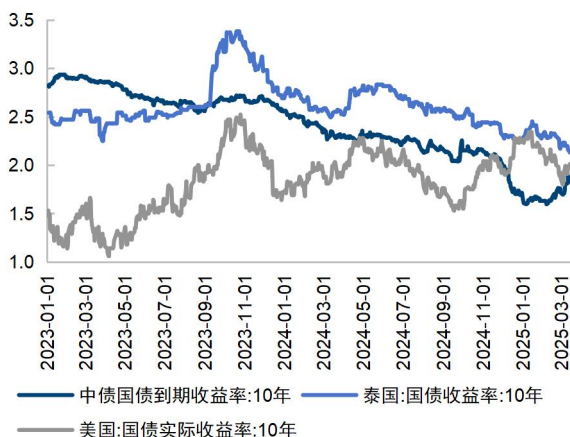
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图35：2024 年公司所持各地政府债券结构（按会计计量方式）



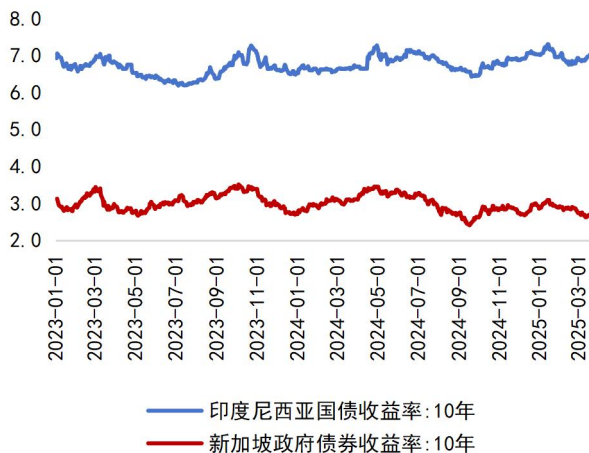
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图36: 中国、泰国、美国 10 年期国债收益率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

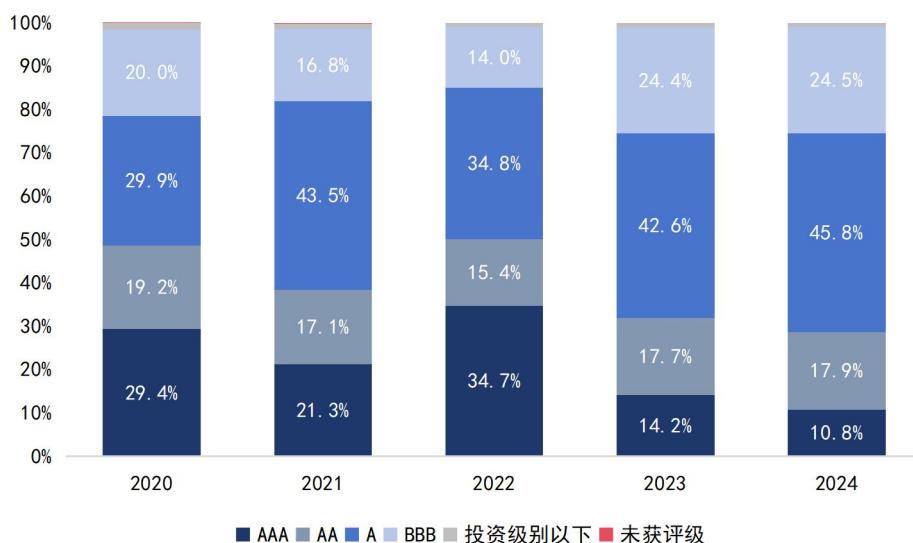
图37: 新加坡及印尼 10 年期国债收益率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从公司所持有的政府债券信用评级来看,截至 2024 年末,A 级及以上占比达 74.5%,信用风险较低,在多元投资分布的同时保障风险水平。

图38: 2024 年公司持有的政府债券信用评级



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

财务分析

公司营业总收入复苏趋势强劲。2010 年至 2023 年,除个别年份外,公司营业总收入均实现正向增长,从 187.65 亿美元增至 310.06 亿美元,对应复合增速为 3.94%。

从保险收益来看,2015 年至 2022 年,保险收益持续增长,从 197.81 亿美元增至 365.19 亿美元。IFRS 17 新准则实施后,保险合同收入开始剔除投资成分,保险

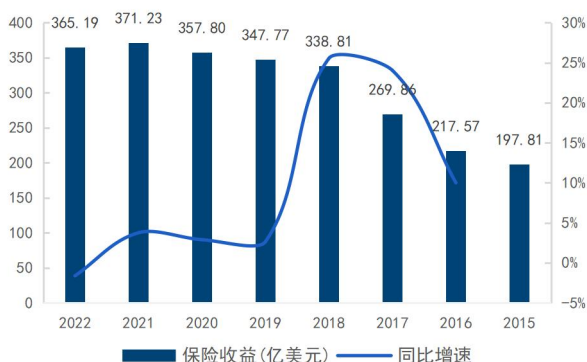
收入确认方式由缴费期转变为保障期，2023 年保险收益减少至 175.14 亿美元。截至 2024 年，保险收益为 193.14 亿美元，同比增长 10.28%。

从投资收益来看，近十年来，除个别年份外，公司均实现正投资收益，投资收益波幅较大。2022 年受到疫情影响，全球资本市场波动加剧，公司投资收益为 -151.56 亿美元，同比下滑 218.89%，致使当年营业总收入同比缩减 58%。IFRS 17 实施后，伴随资本市场回暖，2023 年公司投资收益由负转正，实现 47.46 亿美元。2024 年，受盈余资产因持续的股份回购计划而减少和 2023 年末澳洲储蓄及投资业务出售所影响，公司投资收益为 39.49 亿美元，同比下滑显著。

从利息收入来看，2015 年至 2022 年，利息收入持续增长。IFRS 17 实施后，2023 年至 2024 年，公司分别实现利息收入 78.20 亿美元和 79.88 亿美元，基本维持稳定。

从保险服务开支来看，近十年公司保险服务开支持续增长，由 11.65 亿美元增至 26.07 亿美元。新准则实施后，随着保险服务开支核算范围扩大和亏损合同的提前确认，保险开支显著增加。2023 年至 2024 年，公司保险服务开支分别为 124.23 亿美元和 135.45 亿美元。

图39: 公司 2015 年至 2022 年保险收益及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 公司 2015 年至 2022 年投资收益及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 公司 2015 年至 2022 年利息收入及同比增速



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

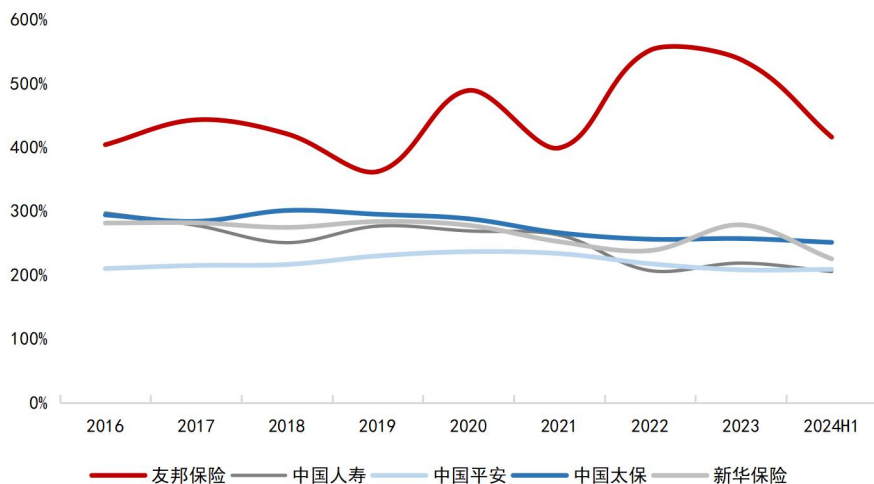
图42: 公司 2015 年至 2022 年保险服务开支及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司偿付能力充足率远高于监管要求。自 2016 年至 2024 年中期，友邦保险综合偿付能力充足率为常年维持在 360%以上，显著高于监管要求的不低于 100%，2024 年，友邦保险综合偿付能力充足率为 594.50%。整体来看，友邦保险得益于自身稳健的资产配置策略、多元化的业务结构和强大的盈利能力，偿付能力位居行业前列，资本充足。

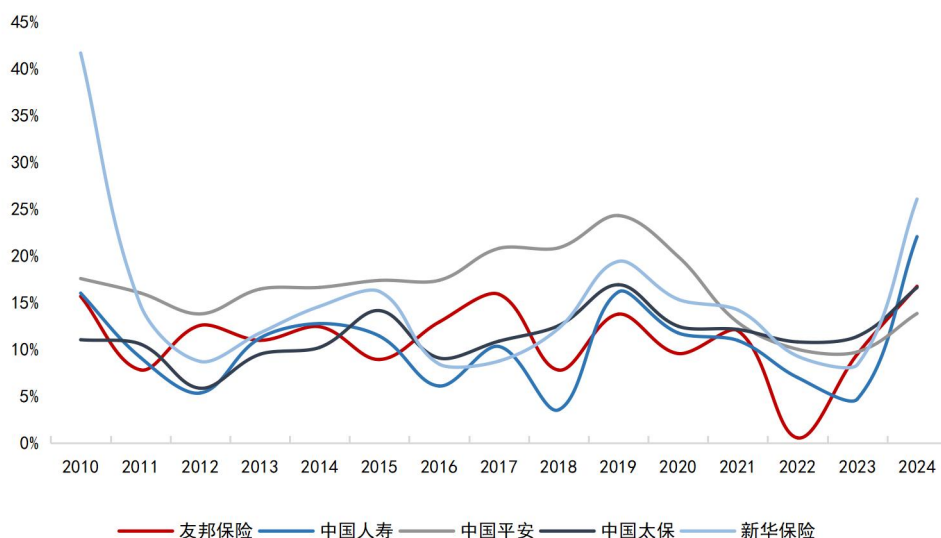
图43: 上市险企综合偿付能力充足率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

友邦保险 ROE 波动较小，近十五年来基本维持在 8%至 16%之间。2022 年，公司受到亚太地区疫情反复的影响，代理人线下展业受阻，中国和泰国市场营运利润大幅下滑，叠加全球资本市场动荡影响，公司投资收益受损，ROE 仅为 0.57%。2023 年，疫情防控进入新阶段，公司保险业务复苏明显，加之债券市场和权益市场相继回暖，公司投资业务风格稳健，ROE 增长至 9.50%，2024 年 ROE 为 16.75%，盈利能力明显回升。对比同业，友邦保险 ROE 较为稳定，公司 2010 年至 2024 年的 ROE 标准差为 4.08%，ROE 稳定性仅次于中国太保和中国平安，位列行业第三。

图44: 2010 年至 2024 年友邦保险及同业公司 ROE（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

根据友邦保险 2023 年至 2024 年财务数据，我们对其 2025 年至 2027 年盈利能力进行了预测，预测结果主要基于以下关键假设：

- 1. 保险服务收入：**公司专精亚太地区寿险业务，持续加大各地区优质产品供给，叠加代理人质量的持续夯实，预计公司保险服务收入将持续维持较高增速。其中，随着中国内地分公司陆续获批筹建及中国香港地区业务的持续恢复，预计将为公司带来稳定的增长空间。因此我们预计 2025 年至 2027 年寿险保险服务收入增速分别为 10.3%/10.9%/10.3%。
- 2. 投资收益：**新会计准则的实施加大保险公司利润表波动，其中权益类资产计量方式的变化加大投资收益带来的利润波动。此外，长端利率中枢的下移，叠加权益市场持续低位震荡，导致险资投资收益承压。随着 2024 年及 2025 年初资本市场的反弹，预计将带动公司投资业务的企稳。我们预计公司 2025 年至 2027 年投资回报增速分别为 9.9%/8.5%/8.9%。
- 3. 保险服务费用：**随着公司业务规模的稳步扩张及大陆地区分公司的拓展，我们公司寿险业务 2025 年至 2027 年保险服务费用增速分别为 9.3%/9.4%/11.9%。

未来 3 年盈利预测

基于以上假设，我们对友邦保险 2025-2027 年进行盈利预测。我们预计公司 2025 年至 2027 年每股内含价值（EVPS）为 6.83/7.46/8.22 美元，当前股价对应公司 P/EV 为 1.30/1.19/1.08 倍，对应目标价为 87.13 至 94.10 港元/股，目前仍有 25%以上的上升空间。

表9: 友邦保险盈利能力预测 (百万美元)

利润表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险收益	17,514	19,314	21,423	23,636	26,282
保险服务开支	-12,078	-13,136	-14,450	-16,175	-18,054
所持再保险合约的开支净额	-345	-409	-434	-468	-506
保险服务业绩	5,019	5,749	6,539	6,993	7,723
并非按公允价值计入损益的金融资产	4,062	4,275	4,617	4,986	5,385
按公允价值计入损益的金融资产	3,758	3,713	4,159	4,699	5,310
其他投资回报	4,941	3,965	4,203	4,455	4,722
金融资产的减值亏损净额	-195	-16	-17	-17	-18
投资回报	12,566	11,937	12,962	14,123	15,400
投资业绩净额	1,547	3,610	3,812	4,054	4,296
收费收入	114	89	102	118	135
其他营运收益	294	353	385	419	457
其他开支	-1,752	-1,771	-1,806	-1,843	-1,879
其他财务费用	-463	-570	-593	-617	-641
分占联营公司及合资公司亏损前溢利	4,831	7,480	8,439	9,125	10,091
归属于母公司股东净利润	3,764	6,836	7,302	7,877	8,685

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

我们对于上述盈利能力预测进行了敏感性分析, 其中我们对于保险服务收入及保险服务费用变化对于 EPS 的影响进行了分析 (双因素敏感性分析), 结果如下:

表10: 友邦保险 2025 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 美元)

EPS		2025 年 EPS 随保险服务收入及保险服务费用的敏感性分析（美元）				
		保险服务费用变化				
		1%	4%	6%	8%	11%
保险服务收入变化	1%	0.40	0.38	0.36	0.34	0.32
	3%	0.43	0.40	0.38	0.36	0.33
	5%	0.45	0.43	0.39	0.37	0.35
	7%	0.48	0.45	0.42	0.39	0.37
	10%	0.51	0.49	0.45	0.43	0.40
	13%	0.55	0.53	0.50	0.47	0.45

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表11: 友邦保险 2026 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析 (单位: 美元)

EPS		2026 年 EPS 随保险服务收入及保险服务费用的敏感性分析（美元）				
		保险服务费用变化				
		1%	4%	6%	8%	11%
保险服务收入变化	1%	0.41	0.37	0.34	0.32	0.29
	3%	0.44	0.42	0.40	0.38	0.35
	5%	0.47	0.44	0.42	0.40	0.37
	7%	0.49	0.46	0.44	0.41	0.39
	10%	0.53	0.50	0.48	0.45	0.42
	13%	0.58	0.55	0.52	0.49	0.46

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表12: 友邦保险 2027 年 EPS 随营业收入及赔付支出的敏感性分析（单位：美元）

EPS		2027 年 EPS 随保险服务收入及保险服务费用的敏感性分析（美元）				
		保险服务费用变化				
		1%	4%	6%	8%	11%
保险服务收入变化	1%	0.46	0.44	0.41	0.39	0.36
	3%	0.49	0.46	0.44	0.42	0.40
	5%	0.52	0.50	0.47	0.45	0.43
	7%	0.55	0.52	0.49	0.47	0.45
	10%	0.59	0.57	0.54	0.51	0.49
	13%	0.64	0.61	0.58	0.55	0.51

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

相对估值：目标价为 87.13 至 94.10 港元/股

因保险公司运营模式及盈利方式的特殊性，我们主要采用内含价值估值法（EV）评估公司的绝对价值，其本质是基于 DCF，对保险公司存量和增量价值进行估值。寿险公司现金流与传统 DCF 的自由现金流具有显著差异，主要体现在以下几个方面。（1）保费收入更多的体现为未来偿付的负债形式，即保险公司首先需要承担赔付的责任，然后才会从赔付中收取费用；（2）赔付支出具有显著的滞后性，保险公司先获得保费收入，然后随着时间的推移，才会陆续有成本和费用支出；（3）当期保险服务业绩主要来源于预期利润的释放，包括“合同服务边际”及“风险边际释放”，以及死病差、费差等经营偏差，因此与公司实际经营现金流有一定差距。4）盈利内含大量的假设，保险合同期限长，尤其是寿险，产品设计依赖于大量假设，如投资收益率、费用率、死亡率等。基于以上原因，我们使用内含价值估值法对中国平安进行估值，主要基于以下关键假设：

1. **新业务价值**：公司各地区业务呈持续修复趋势，基本已恢复至疫情前水平。叠加各地区新产品的上市及渠道的持续改善，利好新业务价值的长期企稳。因此预计公司整体 2025 年至 2027 年 NBV 增速为 18%/17%/17%。

表13: 友邦保险 NBV 预测（单位：百万美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国内地	1,037	1,217	1,436	1,695	2,000
中国香港	1,430	1,764	2,082	2,456	2,898
泰国	713	816	938	1,079	1,241
新加坡	394	454	527	606	696
马来西亚	319	349	401	458	522
其他市场	406	467	537	607	686
合计	4,299	5,067	5,921	6,900	8,043

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

2. **其他假设**：预测模型中暂未对营运经验异动、营运假设变动、股份回购进行预测，因此 2025 年至 2027 年上述科目预测值为 0。

表14: 友邦保险内含价值预测（单位：百万美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
期初内含价值	71,202	70,153	71,626	77,585	84,787
新业务价值	4,034	4,712	5,921	6,900	8,043
内含价值预期回报	5,227	5,628	5,909	6,205	6,515
营运经验差异	75	160	0	0	0
营运假设变动	-39	28	0	0	0
财务费用	-407	-503	-518	-534	-550
内含价值营运溢利	8,890	10,025	11,312	12,571	14,008
未计及非营运项目的内含价值	80,092	80,178	82,938	90,156	98,795
投资回报差异	-2,790	-113	-127	-142	-159
经济假设变动的影响	-543	55	55	55	55
其他非营运差异	-394	-880	-880	-880	-880
内含价值非营运项目	-37	-938	-938	-938	-938
内含价值溢利总额	5,163	9,087	9,423	10,666	12,086
其他资本变动	-72	20	20	20	20
汇率影响	-210	-1,156	-1,156	-1,156	-1,156
未计及股息及股份回购的内含价值	76,083	78,104	79,913	87,115	95,738
股息	-2,293	-2,328	-2,328	-2,328	-2,328
股份回购	3,637	-4,150	0	0	0
期末内含价值	70,153	71,626	77,585	84,787	93,410

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

相较于内地上市保险公司，友邦保险的高 P/EV 估值是业务模式优越性、风险分散能力、股东回报政策及市场预期共同作用的结果。相比之下，国内险企受制于利差依赖、区域集中度风险及转型进程较慢等因素，估值长期承压。此外，友邦在亚太多国运营，当地货币对美元的汇率波动会影响其区域收入的美元价值。例如，美元走弱时，非美元地区的利润转换为美元后可能增厚报表利润，反之则可能形成汇兑损失。美元疲软时，友邦以当地货币计价的资产和收入在转换为美元报表时会增值，从而提升财务表现和股价预期。2017 年以来友邦平均 P/EV 为 1.75x，显著高于内资险企。2021 年前后，受益于保单价值率的高稳定性（死差占比贡献超 50%）、高 NBV 增速、国际化市场布局的加快等因素，公司 P/EV 提升至 2.1x 左右。当前公司估值为 2017 年以来的 39%分位，处于历史低位。近年来公司业务版图持续扩张带动 EV 维持高增，但当前估值相较于历史业务高增时期仍有较大提升空间。因此，我们预计公司 2025 年至 2027 年每股内含价值（EVPS）为 6.83/7.46/8.22 美元，当前股价对应公司 P/EV 为 1.30/1.19/1.08 倍，目标价为 87.13 至 94.10 港元/股，对应当前估值为 1.82x 至 1.96x，仍有 25%以上的上升空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

从可比公司估值来看，我们主要选取内地保险公司与保诚进行比较。其中，因保诚业务经营地域与友邦高度重叠（主要以亚太地区为主）、业务结构及产品特性相似、渠道销售策略趋同等，是分析亚太寿险板块时互为参照的核心标的。

表15: 可对比公司估值（P/EV）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国人寿-A	0.82	0.73	0.69	0.64	0.58
中国平安-A	0.61	0.66	0.6	0.55	0.5
中国太保-A	0.56	0.53	0.46	0.4	0.35
新华保险-A	0.59	0.57	0.52	0.48	0.44
友邦保险	1.44	1.34	1.30	1.19	1.08
保诚	0.80	0.79	-	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测。美元对港币汇率为 7.85。

投资建议

行业层面：受市场需求端的改变、监管政策的引导、整体经济形势等多重因素的影响，寿险行业逐步实现向理财型保险产品转型。行业整体从以单一渠道为战略重心向多元化发展。上市险企已逐步实现复苏，转型初步成果见效，行业存在重估机会。

公司层面：作为亚太地区极具特色的精品寿险公司，友邦保险受益于多元化区域优势，NBV 保持较高增速。随着中国内地业务版图的持续拓展，叠加中国香港市场通关后大陆游客保单需求的持续增长，以及东南亚市场产品创新的持续推进，利好公司业务质量的持续企稳。

估值层面：2017 年以来友邦平均 P/EV 为 1.75x，显著高于内资险企。当前公司估值为 2017 年以来的 39%分位，处于历史低位。近年来公司业务版图持续扩张带动 EV 维持高增，但当前估值相较于历史业务高增时期的 2x 仍有较大提升空间。我们预计公司 2025 年至 2027 年每股内含价值（EVPS）为 6.83/7.46/8.22 美元，当前股价对应公司 P/EV 为 1.30/1.19/1.08 倍，目标价为 87.13 至 94.10 港元/股，对应当前估值为 1.82x 至 1.96x，仍有 25%以上的上升空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测及估值的风险

盈利预测的风险：我们分别采用了盈利能力预测模型（财务会计模型）及内含价值预测模型针对公司 2025 年至 2027 年的盈利能力及内含价值进行了预测。考虑到财务会计模型受退保率、利润释放空间等因素影响，因此我们主要采用了内含价值模型对公司的企业价值进行了预测。如上文所示，我们预计公司 2025 年至 2027 年每股内含价值（EVPS）为 6.83/7.46/8.22 美元，而以上预测主要基于主观假设，投资者应关注可能存在的以下风险：

1. 如前文所示，我们假设人身险行业整体未来将逐步实现触底反弹，负债端表现将逐步改善。但若行业负债端转型不及预期，短期内新业务价值增速将减缓，进而影响公司整体有效业务价值及内含价值，最终影响负债端与资产端不匹配。其中，人力的转型若不及预期，销售人员综合能力与销售人员数量得不到显著提升，导致销售动能得不到有效改善，从而使得新单保费及人均产能的增量不能弥补利润所需缺口，负债端压力进一步增大。同时，随着产品结构的调整，储蓄型保险及年金险产品销售增速若不及预期，叠加健康险持续衰落，可能导致公司短期内利润率持续承压。

2. 业务表现方面，若公司整体负债端转型进度不及预期，将影响公司整体转型效率，从而降低“内外勤”联动效率。因此，若转型策略不及预期，后续保费增速或将面临一定压力。

3. 我们预计 2024 年公司投资收益将有所回暖，然而若缺乏中长期优质资产，公司将持续面临资产久期、利率匹配的压力。

估值的风险：我们使用了内含价值估值法对公司未来三年 EV 进行估值，其中内含价值主要包括新业务价值与有效业务价值两个部分，分别代表了保险公司一年内及一年以上承保的保单价值。然而宏观经济表现及公司本身未来实际经营状况均会影响我们对于最终企业估值的准确性，投资者还应关注以下主要风险：

1. 我们假设未来三年宏观经济将持续复苏，人身险行业因此受益，从而驱动资产端投资收益的表现。然而对于未来宏观经济的预测仍存在诸多不确定性，同时宏观经济的表现也受许多包含各类主观及客观因素的影响，例如大灾频发、战争等预期外因素均有可能影响我们对于宏观经济预测的准确性。

2. 我们所使用的内含价值估值模型并没有针对运营经验偏差和假设变动作出具体假设，因此该项未来实际发生额也可能导致我们的估值预测存在偏差。

3. 同时市场对于人身险行业和整体经济形势的预期也将直接影响个股表现，行业震荡下行时，公司资产端收益将承压。因此，股价的波动也将影响我们对于 P/EV 预测的准确性。

市场竞争风险

随着行业保险产品趋于同质化，市场竞争加剧。尤其以重疾险为代表的健康险面临增速疲软的压力。此外，随着储蓄型产品的热销，中小保险公司加大产品创设，相较于头部险企，其储蓄险或具备更高收益率，因此对头部险企或具有一定保费增速的冲击。

市场风险

市场风险，是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动导致公司遭受非预期损失的风险。其中，利率风险是指因利率波动而导致公司资产端承受潜在损失的

风险。随着长期利率的下行，导致长期型债券现价上升，从而影响公司整体投资收益及投资表现。同时权益市场的波动直接影响资产端投资收益，对其资产端收益或具有更大的负面影响。因此，若资产端整体投资收益不及预期，保险公司整体盈利能力及内含价值增速也将受挫。

费用风险

费用风险主要是指保险公司渠道费用成本过高而带来的风险。随着储蓄型保险产品的快速发展，保险公司竞争市场份额。在银保渠道“报行合一”后，行业渠道费用得到规范。然而“开门红”期间，部分险企或给予激进的短期激励性佣金政策，从而导致负债端成本上升，具有一定的利差损风险。

监管风险

监管政策趋于严格，未来利润空间可能受影响。以重疾险为例，随着保险业相关政策日渐完善及严格，各险企间产品差异化进一步减小，从业各险企将更难通过差异化的产品获取市场份额，因此在行业竞争逐渐激烈的背景下，可能导致各险企利润空间受到影响。同时，在监管政策的指引下，定价利率的下调依旧存在可能影响长期人身险产品销售增速的因素。

全球利率波动风险

全球利率波动对友邦保险的影响复杂且多维，既带来阶段性收益机会，也加剧长期盈利挑战。作为业务集中于亚太、资产配置全球化的保险公司，其负债结构、投资回报及新业务增长均与利率环境深度绑定。若利率持续处于高位，可能引发金融市场动荡，加剧友邦存量资产价格波动，从而为资产端收益表现带来一定不确定性。此外，高利率抑制经济活力，导致亚太寿险需求放缓，可能对公司业务增速带来一定影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
无形资产	3,615	3,478	3,756	4,057	4,381	保险收益	17,514	19,314	21,423	23,636	26,282
于联营公司及合营公司的投资	1,331	1,710	1,796	1,885	1,980	保险服务开支	-12,078	-13,136	-14,450	-16,175	-18,054
固定资产-物业、厂房及设备	4,058	4,447	4,536	4,627	4,719	所持再保险合约的开支净额	-345	-409	-434	-468	-506
保险合同投资-流动资产	1,457	972	1,069	1,176	1,294	保险服务业绩	5,019	5,749	6,539	6,993	7,723
投资性房地产	4,504	4,570	4,707	4,942	5,190	并非按公允价值计入损益的金融资产	4,062	4,275	4,617	4,986	5,385
再保险资产	6,047	5,730	6,589	7,578	8,715	按公允价值计入损益的金融资产	3,758	3,713	4,159	4,699	5,310
递延保单获得及启动成本	0	0	0	0	0	其他投资回报	4,941	3,965	4,203	4,455	4,722
金融投资	248,958	272,151	310,074	337,360	367,345	金融资产的减值亏损净额	-195	-16	-17	-17	-18
资产总计	286,319	305,454	338,365	368,018	400,645	投资回报	12,566	11,937	12,962	14,123	15,400
保险合同负债	203,271	221,412	232,483	244,107	256,312	投资业绩净额	1,547	3,610	3,812	4,054	4,296
对投资合约客户之负债	9,170	6,967	7,524	8,126	8,776	收费收入	114	89	102	118	135
长期借款	11,800	13,329	13,329	13,329	13,329	其他营运收益	294	353	385	419	457
证券借出及回购协议的债项	3,461	4,616	4,754	4,897	5,044	其他开支	-1,752	-1,771	-1,806	-1,843	-1,879
衍生金融负债	8,035	8,615	8,615	8,615	8,615	其他财务费用	-463	-570	-593	-617	-641
应交税费	387	220	220	220	220	分占联营公司及合资公司亏损前溢利	4,831	7,480	8,439	9,125	10,091
负债总计	244,725	264,641	276,594	289,445	302,972	归属于母公司股东净利润	3,764	6,836	7,302	7,877	8,685
总股本	14,176	14,183	14,183	14,183	14,183						
其他准备金	-11,788	-11,733	-11,733	-11,733	-11,733						
保留盈利	44,333	44,691	46,926	49,272	51,735						
负债权益合计	286,319	305,454	319,328	334,524	350,515						
总权益	41,594	40,813	42,734	45,080	47,543						
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
每股收益	0.33	0.55	0.62	0.67	0.74						
每股净资产	2.9	2.9	4.4	5.5	6.9						
保险服务业绩（百万美元）	5,019	5,749	6,539	6,993	7,723						
P/B	3.03	3.09	2.04	1.60	1.29						
P/EV	1.44	1.34	1.30	1.19	1.08						
集团内含价值增长	-1%	2%	8%	9%	10%						
新业务价值（百万美元）	4299	5067	5921	6900	8043						
新业务价值同比	28%	18%	17%	17%	17%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032