

友邦保险 (01299.HK)

2025 年中报点评: NBV、NBV Margin 均提升, 中期每股股息同比+10%

买入 (维持)

2025 年 08 月 21 日

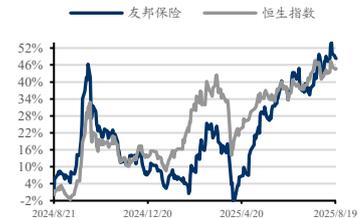
证券分析师 孙婷

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	7090	7666	8307
同比 (%)	-3.24%	6.31%	7.34%	8.12%	8.37%
EPS (美元/股)	0.36	0.65	0.70	0.82	0.93
EV (美元/股)	6.42	6.57	6.95	7.39	7.88
P/EV	1.49	1.45	1.37	1.29	1.21

股价走势



投资要点

- **事件:** 友邦保险发布 2025 年中期业绩: 1) NBV 28.4 亿美元, 同比+14% (固定汇率, 如无说明则下同); 其中 25Q2 单季 NBV 同比+18.9% (实际汇率)。2) 年化新保费 49.4 亿美元, 同比+8%。3) 税后营运利润 36 亿美元, 同比+6%; 每股同比+12%, 符合公司三年目标指引。净利润 25.3 亿美元, 同比-24%。4) 内含价值 709 亿美元, 较年初持平; 内含价值营运利润 59 亿美元, 同比+9%; 内含价值营运回报同比+1.3pct 至 17.8%。5) 25H1 产生的基本自由盈余 35.7 亿美元, 同比+4%。6) 预计中期每股股息 49 港仙, 同比+10%。
- **各地区 NBV: 中国香港继续为集团内 NBV 最大贡献者。** 1) 中国香港 25H1 NBV 占比 35%, NBV 同比+24%至 10.6 亿美元; 其中代理人渠道同比+35%, 伙伴渠道同比+10%。我们预计在本土客群和内地访客的持续增长下今年下半年中国香港应会继续取得高增长。2) 中国内地 25H1 可比口径下 NBV 同比+10%, Q2 单季同比+15%。新开业分公司持续释放潜力, 25H1 NBV 同比+36%; 公司预计可比口径下, 新分公司 2025-2030 年 NBV 复合目标为 40%。3) 泰国 NBV 同比+35%至 5.2 亿美元; 新加坡 NBV 同比+16%至 2.6 亿美元; 马来西亚受健康险市场变化影响, NBV 同比-3%。4) 其他地区 NBV 保持稳定增长, 同比+14%。
- **产品结构及价值率: 泰国 NBVM 超 100%。** 1) 公司整体 NBV Margin 同比+3.8pct 至 57.7%。2) 中国内地 NBV Margin 较去年同期+2pct 至 58.6%, 我们认为主要是受到内地代理人渠道实施“报行合一”政策及产品重定价影响, 导致整体 NBV Margin 回暖。中国内地分红险转型成效显著, 25H1 代理人渠道长储产品 NBV 中 87%由分红险贡献。3) 中国香港 NBV Margin 同比+0.1pct 至 65.8%。4) 泰国受个人医疗险一次性销售影响 NBV Margin 显著提升至 115.7%。新加坡、马来西亚 NBV Margin 分别同比-5pct、+4.7pct 至 47.4%、68.9%。
- **渠道:** 1) 代理人渠道 25H1 NBV 同比+17%, 占比 73.4%; NBV Margin 同比+4.4pct 至 72%。截至 2025 年, 集团 MDRT 会员数连续 11 年排名全球第一, 在最优秀代理策略引导下, 我们预计 2025 友邦 MDRT 会员将继续领先市场。2) 伙伴渠道 25H1 NBV 同比+8%; 其中银保渠道 NBV 同比+10%。NBV Margin 同比+1.4pct 至 43.3%。
- **投资: 减固回收、权益资产占比稳定。** 1) 固收/权益/不动产/其他占比分别较年初-0.4pct/持平/-0.2pct/+0.6pct。2) 25H1 未年化净投资收益率 1.9%, 同比-0.1pct; 未年化总投资收益率 2.1%, 同比-0.1pct。
- **盈利预测与投资评级:** 随着中国内地新分公司的不断落地以及中国香港地区强劲的增长, 我们看好友邦保险表现的进一步提升。我们维持此前盈利预测, 预计公司 2025-2027 年内含价值分别为 730/776/828 亿美元, 对应增速分别为 5.8%/6.3%/6.7%。当前股价对应 PEV 估值分别为 1.37x /1.29x /1.21x, 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)	74.10
一年最低/最高价	48.60/77.50
市净率(倍)	2.54
港股流通市值(百万港元)	778,378.53

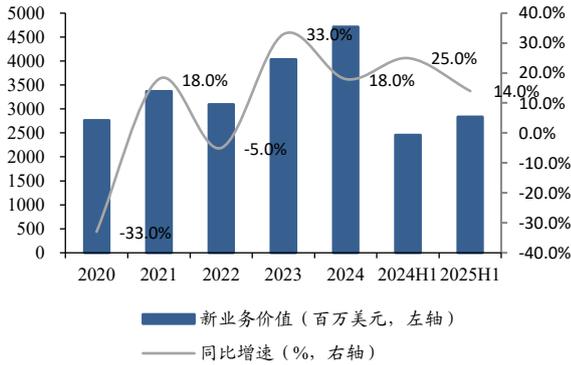
基础数据

每股净资产(美元)	3.74
资产负债率(%)	86.64
总股本(百万股)	10,504.43
流通股本(百万股)	10,504.43

相关研究

- 《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》  
2025-04-30
- 《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 2020-2025H1 新业务价值



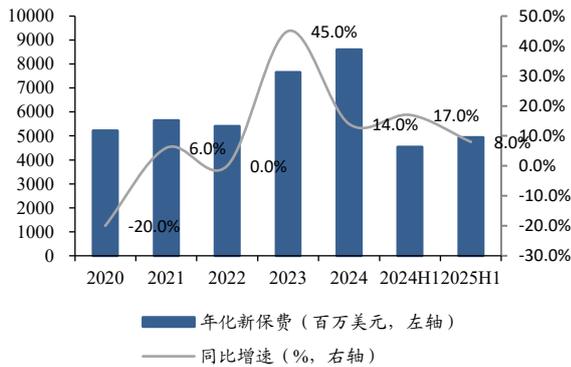
数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图2: 友邦保险 2020-2025H1 新业务价值率



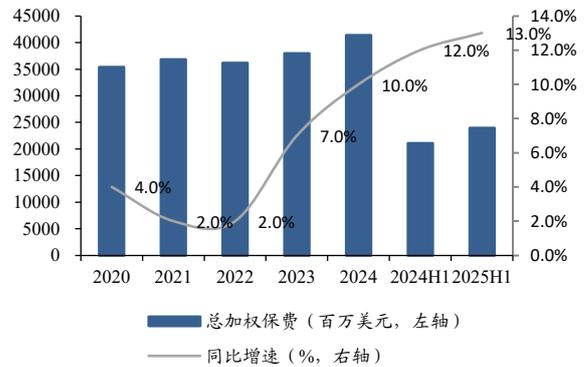
数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图3: 友邦保险 2020-2025H1 年化新保费



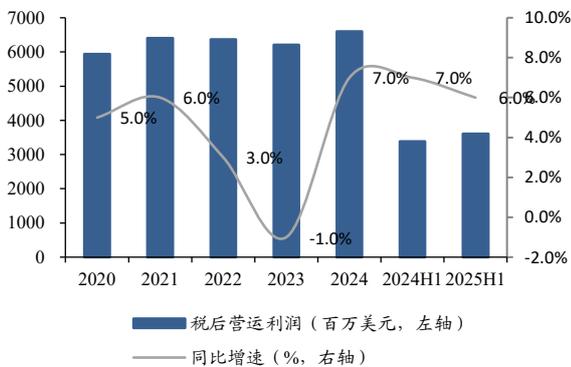
数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图4: 友邦保险 2020-2025H1 总加权保费



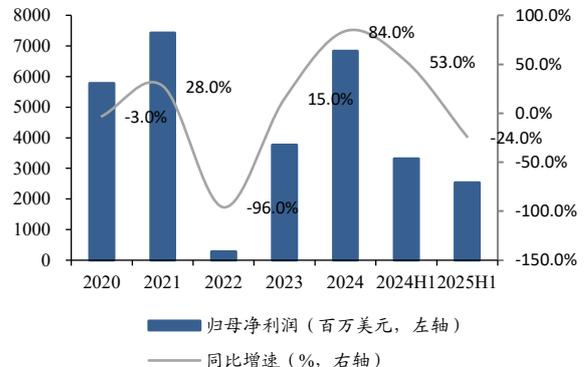
数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图5: 友邦保险 2020-2025H1 税后营运利润



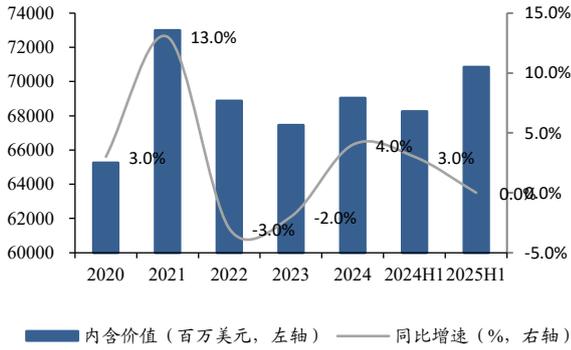
数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图6: 友邦保险 2020-2025H1 归母净利润



数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图7: 友邦保险 2020-2025H1 内含价值



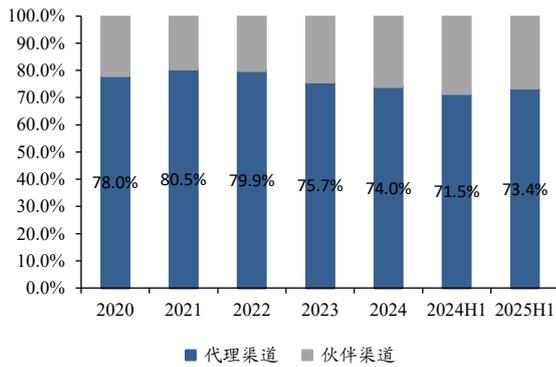
数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图8: 友邦保险 2020-2025H1 内含价值营运回报



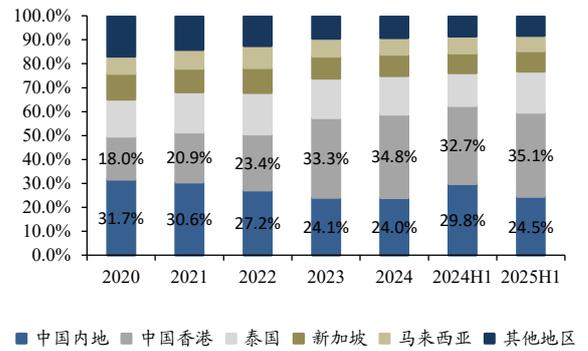
数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图9: 友邦保险 2020-2025H1 新业务价值渠道结构



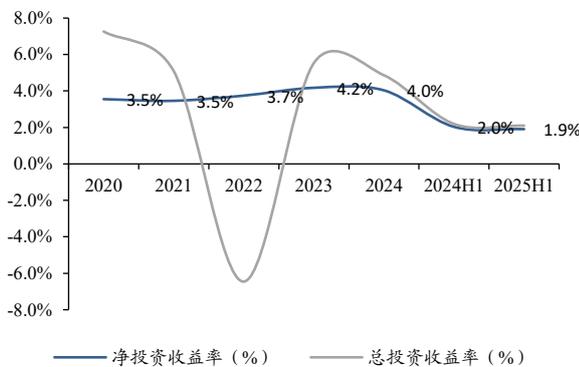
数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图10: 友邦保险 2020-2025H1 新业务价值地区结构



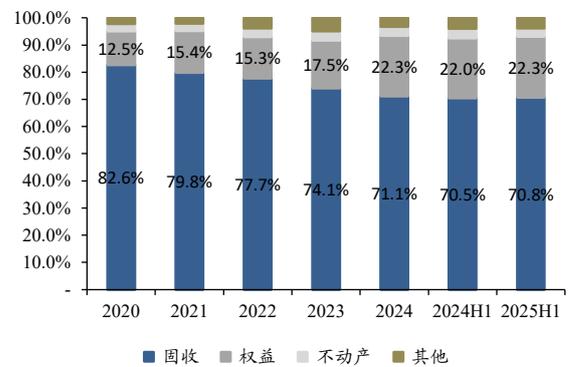
数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图11: 友邦保险 2020-2025H1 投资收益率



数据来源: 友邦保险历年财报, 东吴证券研究所

图12: 友邦保险 2020-2025H1 投资组合



数据来源: 友邦保险历年财报, 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)			
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
A股	人民币								
中国平安(601318)	59.2	78.18	76.34	78.12	82.73	1.58	1.71	1.57	1.77
中国人寿(601318)	42.2	43.54	44.60	49.57	53.27	1.27	1.30	1.19	1.30
新华保险(601336)	67.45	81.93	80.30	82.85	90.72	0.78	0.97	2.00	2.81
中国太保(601601)	40.35	54.01	55.04	58.42	61.70	0.96	1.14	1.38	1.51
证券简称	价格	P/EV(倍)				VNBX(倍)			
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
A股	人民币								
中国平安(601318)	59.2	0.76	0.78	0.76	0.72	-12.00	-10.04	-12.08	-13.29
中国人寿(601318)	42.2	0.97	0.95	0.85	0.79	-1.05	-1.84	-6.18	-8.55
新华保险(601336)	67.45	0.82	0.84	0.81	0.74	-18.64	-13.25	-7.68	-8.29
中国太保(601601)	40.35	0.75	0.73	0.69	0.65	-14.28	-12.89	-13.12	-14.15
证券简称	价格	EPS(元)				BVPS(元)			
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
A股	人民币								
中国平安(601318)	59.2	6.10	4.70	6.95	7.42	47.73	49.37	50.99	57.64
中国人寿(601318)	42.2	2.36	1.63	3.78	3.80	12.95	16.88	18.03	18.59
新华保险(601336)	67.45	6.89	2.79	8.41	9.36	31.41	33.68	30.85	33.80
中国太保(601601)	40.35	3.89	2.83	4.67	5.11	20.42	25.94	30.29	34.20
证券简称	价格	P/E(倍)				P/B(倍)			
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
A股	人民币								
中国平安(601318)	59.2	9.71	12.58	8.51	7.98	1.24	1.20	1.16	1.03
中国人寿(601318)	42.2	17.89	25.83	11.15	11.10	3.26	2.50	2.34	2.27
新华保险(601336)	67.45	9.79	24.18	8.02	7.21	2.15	2.00	2.19	2.00
中国太保(601601)	40.35	10.38	14.26	8.63	7.90	1.98	1.56	1.33	1.18

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测(基于2025年8月20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
<b>每股指标 (美元)</b>					保险收益	19314	20108	20968	21897
每股收益	0.65	0.70	0.82	0.93	保险服务开支	-13136	-13793	-14482	-15207
每股净资产	3.85	4.10	4.40	4.79	所持再保险合约的开支净额	-409	-368	-331	-298
每股内含价值	6.57	6.95	7.39	7.88	保险服务业绩	5769	5947	6154	6392
每股新业务价值	0.45	0.52	0.57	0.62	利息收益	7988	8205	8482	8837
每股税后营业利润	0.63	0.69	0.76	0.83	其他投资回报	3965	5541	6828	8026
<b>价值评估 (倍)</b>					投资回报	11937	13745	15309	16862
P/E	14.68	13.65	11.66	10.21	投资业绩净额	3610	5107	6349	7567
P/B	2.48	2.33	2.17	1.99	其他开支	-1771	-1790	-1701	-1616
P/EV	1.45	1.37	1.29	1.21	其他财务费用	-570	-702	-737	-774
VNBX	6.64	4.99	3.81	2.68	税前利润	7831	8604	10044	11481
<b>盈利能力指标 (%)</b>					所得税	-978	-1222	-1405	-1616
净投资收益率	3.55%	3.42%	3.37%	3.48%	<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>6836</b>	<b>7350</b>	<b>8601</b>	<b>9821</b>
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%	<b>税后营业利润</b>	<b>6605</b>	<b>7090</b>	<b>7666</b>	<b>8307</b>
总资产收益率	2.24%	2.25%	2.46%	2.62%					
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>资产负债表 (百万美元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
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%	5.76%	6.25%	6.71%	投资物业	4570	4661	4755	4850
新业务价值增长率	16.81%	16.15%	9.19%	9.68%	保险合同资产	972	875	787	709
<b>内含价值 (百万美元)</b>					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	39433	40640	42154	现金及现金等价物	8101	8506	8931	9378
内含价值	69035	73013	77578	82785	其他资产	3527	4552	12128	21073
一年新业务价值	4712	5473	5976	6555	<b>资产总计</b>	<b>305454</b>	<b>326412</b>	<b>349218</b>	<b>374355</b>
核心内含价值回报率 (%)	15.74%	13.63%	13.81%	14.00%	保险合同负债	221412	236911	251125	266193
<b>寿险新业务保费 (百万美元)</b>					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%	<b>归属于母公司股东权益</b>	<b>40490</b>	<b>43058</b>	<b>46196</b>	<b>50300</b>
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%	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>305454</b>	<b>326412</b>	<b>349218</b>	<b>374355</b>

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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>