



友邦保险 (01299.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

NBV 增长符合预期，股东回报有支撑

业绩简评

8 月 21 日公司披露 2025 年中报，固定汇率下，NBV 同比+14%。

经营分析

NBV 方面：固定汇率下，25H1NBV 同比+14% (Q1+13%) 环比改善，18 个市场中有 13 个实现增长。其中，NBV Margin 同比+3.4pct 至 57.7%，年化新保同比+8%。实质汇率下，25H1NBV 同比+15.6%，其中 Q2 同比+18.9%。分地区情况（数据基于固定汇率）：①中国内地：NBV 可比口径+10%，其中 Q2 同比+15%；披露口径同比-4%（基数不回算），受益于预定利率下调 Margin 提升 1.9pct 至 58.6%，年化新保同比-7%。②中国香港：NBV 同比+24%，本地客群与内地访客业务均实现双位数强劲增长，其中年化新保同比+26%，NBV margin 同比+0.1pct 至 65.8%。③泰国：NBV 同比+35%，年化新保同比+9%，Margin 同比+22.6pct 至 115.7%，增长受惠于自 3 月起引入适用于全行业的共付新规则之前，利润率较高的个人医疗保险产品的一次性销售。④新加坡：NBV 同比+16%，由年化新保同比+28%带来，margin 同比-4.9pct 至 47.4%，主要源于产品结构向长期储蓄险转变。⑤马来西亚：NBV 同比-3%，伙伴分销渠道 18% 的 NBV 增长被代理渠道 16% 的下降所抵销；Margin 同比+4.7pct 至 68.9%，年化新保同比-9%，主要受医疗险政策变化影响，Q2 新医疗产品带来的 NBV 按月增长，Q2 新入职代理人数量录得按季增长。

股东回报方面：营运利润与自由盈余稳健增长。固定汇率下税后营运溢利同比+6%，驱动每股股息增长 10%（实质汇率），CSM 稳定释放（释放率 9.4%同比-0.1pct）叠加营运偏差增长 255%驱动保险服务业绩+19%，投资业绩-7%。新业务增长强劲驱动基本合约服务边际年化增长 10.3%。公司提出 2023-2026 年每股税后营运溢利年复合增速 9%-11%的目标，叠加 25H1 每股产生的基本自由盈余同比上升 10%，股东回报有支撑，上半年透过股息及股份回购向股东返还 37.10 亿美元，股东回报达 3.7%，已宣布的股份回购计划基本用尽。内含价值权益与年初持平。

盈利预测、估值与评级

固定汇率下友邦保险 25H1NBV 同比+14%，Q2+15%符合预期，彰显增长韧性。展望后续，友邦中国预定利率下调后转向分红险销售，预计公司将能更快适应，且个人养老金和税优护理险的销售积累了大量客户，为后续增长储备了充足的客户资源，有望保持长期增长韧性强劲，香港、新马泰也有望维持稳健增长。截至 8 月 20 日，2025PEV 为 1.33 倍，维持“买入”评级。

风险提示

前端销售不及预期；资本市场波动；监管政策变化。

国金证券研究所

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001）

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：夏昌盛（执业 S1130524020003）

xiachangsheng@gjzq.com.cn

分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001）

huangjiahui@gjzq.com.cn

市价（港币）：74.100 元

相关报告：

1.《友邦保险港股公司点评：NBV+13%，Margin+3pct...》，2025.4.30

2.《友邦保险港股公司点评：NBV 增长符合预期，新增 16 亿美元回购》，2025.3.15

3.《友邦保险港股公司深度研究：发展壁垒稳固，有望迎来价值重估》，2025.3.13



主要财务指标

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
保险收益 (亿元)	175.14	193.14	208.25	219.23	230.89
(+/-)YoY(%)	7.3%	10.3%	7.8%	5.3%	5.3%
归母净利润 (亿元)	37.64	68.36	56.67	69.93	76.92
(+/-)YoY(%)	13.0%	81.6%	-17.1%	23.4%	10.0%
新业务价值 (亿元)	40.34	47.12	54.14	60.57	67.22
(+/-)YoY(%)	30.5%	16.8%	14.9%	11.9%	11.0%
EPS (元)	0.36	0.65	0.54	0.67	0.73
EVPS (元)	6.68	6.82	7.12	7.66	8.30
ROE	8.8%	16.8%	13.7%	16.3%	17.3%
P/E	26.50	14.59	17.60	14.26	12.97
P/EV	1.42	1.39	1.33	1.24	1.14

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (百万美元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
保险收益	17,514	19,314	20,825	21,923	23,089
保险服务支出	-12,078	-13,136	-13,723	-14,492	-15,214
分出保费净值	-345	-409	-433	-456	-480
保险服务业绩	5,091	5,769	6,669	6,975	7,394
利息收入	7,820	7,988	7,992	8,262	8,669
其他投资收益	4,746	3,949	3,484	4,184	4,484
投资收益	12,566	11,937	11,476	12,446	13,153
保险合同财务收益	-10,456	-7,612	-8,800	-8,200	-8,600
再保险合同财务收益	65	105	66	69	73
投资合同负债变动	-572	-791	-791	-791	-791
第三方权益的变动	-56	-29	-29	-29	-29
投资业绩净额	1,547	3,610	1,922	3,496	3,806
收费收入	114	89	129	139	127
其他营运收入	294	353	362	375	408
其他费用	-1,752	-1,771	-1,910	-2,010	-2,117
其他财务成本	-463	-570	-615	-647	-681
税前经营溢利	4,831	7,480	6,558	8,327	8,937
应占联营公司损益	-267	351	125	-71	140
除税前溢利	4,564	7,831	6,683	8,256	9,077
所得税	-783	-978	-1,002	-1,238	-1,362
净利润	3,781	6,853	5,680	7,017	7,715
归母净利润	3,764	6,836	5,667	6,993	7,692

资产负债表 (美元百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11,525	8,101	8,911	9,802	10,782
金融投资	248,958	272,151	293,923	317,437	342,832
其他资产	25,836	25,202	26,464	27,797	29,210
总资产	286,319	305,454	329,298	355,036	382,824
保险合同负债	203,271	221,412	238,030	257,903	279,899
其他负债	41,454	43,229	48,543	52,595	57,081
总负债	244,725	264,641	286,573	310,499	336,980
股本	14,176	14,183	14,183	14,183	14,183
归属于母公司股东权益	41,111	40,490	42,402	44,215	45,521
少数股东权益	483	323	323	323	323
总权益	41,594	40,813	42,725	44,538	45,844
总负债及权益	286,319	305,454	329,298	355,036	382,824

主要财务指标 (美元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标 (元)					
每股收益	0.36	0.65	0.54	0.67	0.73
每股净资产	3.91	3.85	4.01	4.17	4.28
每股内含价值	6.68	6.82	7.12	7.66	8.30
每股新业务价值	0.38	0.45	0.52	0.58	0.64
价值评估 (倍)					
P/E	26.50	14.59	17.60	14.26	12.97
P/B	2.43	2.46	2.37	2.28	2.22
P/EV	1.42	1.39	1.33	1.24	1.14
VNBX	24.48	20.96	18.24	16.31	14.69
盈利能力指标					
净资产收益率	8.78%	16.75%	13.72%	16.29%	17.34%
总资产收益率	1.35%	2.31%	1.79%	2.04%	2.09%
盈利增长					
净利润增长率	13.00%	81.62%	-17.10%	23.41%	10.00%
内含价值增长率	-2.06%	2.35%	4.44%	7.72%	8.53%
新业务价值增长率	30.47%	16.81%	14.91%	11.87%	10.97%

内含价值 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
新业务价值	4,034	4,712	5,414	6,057	6,722
NBV/EV	5.86%	6.99%	7.84%	8.40%	8.65%
预期回报/EV	7.59%	8.34%	8.00%	8.00%	8.00%
营运经验差异/EV	0.11%	0.24%	0.25%	0.24%	0.25%
营运假设变动/EV	-0.06%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用/EV	-0.59%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-0.75%
ROEV	12.91%	14.86%	15.35%	15.90%	16.16%
期末内含价值	67,447	69,035	72,103	77,671	84,294
期末内含价值权益	70,153	71,626	74,746	80,446	87,208

来源：公司年报、wind、iFind，国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究