

中期股息每股同比+10%，内地新拓展市场 25-30 年 NBV 复合增速目标为 40%

友邦保险 (1299.HK)

核心观点

受益于中国香港业务和泰国业务的快速增长，上半年公司 NBV 同比+14%（固定汇率），其中年化新保费和 NBVM 均有增长。公司于 2025 年 3 月和 4 月成功在安徽、山东、重庆和浙江开展业务，在 2019 年及之后新开拓的地区已建立一支合计超 1,700 名新代理的代理队伍，区域布局的持续扩张将进一步扩大潜在客群数量并为未来 NBV 增长带来强劲动能，公司提出 2025-2030 年期间新地区 NBV 复合增速 40% 的目标。在高质量保单持续积累的基础上，公司中期股息每股+10%，并且今年 3 月公布的新一轮 16 亿美元股份回购已于 7 月 14 日完成。我们认为公司长期经营能力稳健，高增速和高股东回报并存

事件

友邦保险披露 2025 年中期业绩

上半年公司 NBV 同比+ 14%至 28.38 亿美元，税后营运利润同比+6%至 36.09 亿美元，每股增长 12%（固定汇率），派发每股中期股息 49.00 港仙，同比+10%。

简评

1. NBV: 中国香港和泰国业务驱动增长，中国内地业务 2025-2030 年新地区 NBV 目标复合增速 40%

公司上半年 NBV 同比+14%至 28.38 亿美元，其中年化新保费同比+8%，NBVM 同比+3.4pct 至 57.7%。分区域来看，NBV 增长主要由中国香港业务和泰国业务带动，中国内地 NBV 下降主要受经济假设调整影响。1) 中国香港业务：上半年 NBV 同比+24%至 10.63 亿美元，其中本地客户及中国内地访客 NBV 均实现双位数增长。中国香港业务主要由代理渠道驱动，上半年代理团队新入职代理人数量同比+15%，活跃代理人数量同比+25%，带动代理人渠道 NBV 同比+35%，对中国香港业务整体 NBV 贡献超 70%。2) 泰国业务：上半年 NBV 同比+35%至 5.22 亿美元，主要由于代理人渠道在共付新规在 2025 年 3 月起实施前的一次性销售，叠加业务结构的优化，带动 NBVM 提升至 115.7%。

维持

买入

赵然

zhaoran@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440518100009

SFC 编号:BQQ828

沃昕宇

woxinyu@csc.com.cn

010-56135215

SAC 编号:S1440524070019

发布日期： 2025 年 08 月 22 日

当前股价： 72.85 港元

目标价格 6 个月： 85.3 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.76/5.64	9.87/3.86	40.98/-2.39
12 月最高/最低价 (港元)		76.90/49.95
总股本 (万股)		1,050,443.36
流通 H 股 (万股)		1,050,443.36
总市值 (亿港元)		7,250.72
流通市值 (亿港元)		7,884.01
近 3 月日均成交量 (万)		3446.98

主要股东

The Bank of New York Mellon Corporation	10.59%
---	--------

股价表现



3) 中国内地业务: 上半年 NBV 同比-4%至 7.43 亿美元, 主要受经济假设变动影响, 剔除经济假设变动影响后上半年 NBV 同比+10%, 其中二季度 NBV 同比+15%。代理人渠道对中国内地业务的 NBV 贡献超 80%。新拓展地区增长强劲, 2019 年及以后开展业务的新地区上半年 NBV 同比+36%。区域布局扩张带来增量客群, 有望为后续业务增长带来强劲动能。公司于 2025 年 3 月和 4 月成功在安徽、山东、重庆和浙江开展业务, 以上四个新省市有望为公司带来 1.00 亿名目标客户, 并驱动公司在中国内地的整体目标客户群达到 3.40 亿名。公司在 2019 年及之后新开拓的地区已建立了一支合共逾 1,700 名新代理的代理队伍, 公司提出 2025-2030 年期间新布局省市 NBV 复合增速 40% 的目标, 并计划每年开拓 1-2 个新地区。

受益于 NBV 增长, 上半年内含价值营运利润为 58.93 亿美元, 每股上升 15%, 年化内含价值营运回报同比 +1.3pct 至 17.8%。截至上半年末, 公司内含价值权益为 737 亿美元, 上半年每股+5% (按实际汇率基准计算)。

2. 营运利润: 业务质量优秀, CSM 摊销和正向营运差异驱动税后营运利润稳健增长

上半年公司 CSM 摊销和非金融风险调整释放及其他分别同比+9%、+176%至 30.43 亿美元、2.43 亿美元, 并且营运差异同比+255%至 2.31 亿美元, 体现公司对业务质量的强大把控能力。以上因素共同驱动上半年保险服务业绩同比+19%至 35.17 亿美元, 并带动税后营运利润同比+6%至 36.09 亿美元, 每股增长 12%。高质量新单增长带动 CSM 余额增长, 为长期业绩提供坚实支撑, 上半年新业务 CSM 同比+16.2%至 43.87 亿美元, 上半年末 CSM 余额为 613.80 亿美元, 较上年末+9.2%。

上半年, 公司归母净利润同比-23.5%至 25.34 亿美元, 每股同比-20% (固定汇率), 主因保险合同的财务开支净额同比+51.5%至 49.69 亿美元。净利润与营运利润的差异主要来自短期投资及贴现率的税后差异-7.54 亿美元和用于汇率风险管理的衍生工具公允价值变动, 其中短期投资及贴现率的负向差异主要受泰国市场变动影响。

3. 股东回报: 中期股息每股+10%, 已于 7 月 14 日完成新一轮 16 亿美元股份回购

产生的自由盈余净额稳健增长, 派发每股中期股息 49.00 港仙, 同比+10%。公司将年度产生的自由盈余净额的 75% 作为目标派发比例, 定期检视公司资本情况并返还超出公司需要的资本。上半年, 公司产生的自由盈余净额为 24.30 亿美元, 每股同比+13%, 主因产生的基本自由盈余增加、投资于承保新业务的自由盈余减少、未分配集团总部开支减少。1) 上半年, 公司每股基本产生的基本自由盈余同比+10% (固定汇率) 至 33.56 美分, 产生的基本自由盈余同比+4% (固定汇率) 至 35.69 亿美元, 主因来自有效保单业务的预期可分配盈利同比+7% (固定汇率) 至 21.05 亿美元, 反映新业务持续累计带来的可观回报, 并且公司对有效保单组合的有效理赔管理带动其他营运差异同比+82% (固定汇率) 至 5.80 亿美元。2) 上半年, 公司投资于承保新业务的自由盈余同比-12%至 6.99 亿美元, 主因公司转向资本密集度较低的产品导致 NBV 增速快于新业务投资。3) 上半年, 公司未分配集团总部开支减少至 1.38 亿美元。秉持审慎、可持续及渐进的派息政策, 公司宣布派发中期股息每股 49.00 港仙, 增加 10%。

今年 3 月公布的新一轮 16 亿美元股份回购已于 7 月 14 日完成。继 2025 年 2 月完成 120 亿美元的股份回购后, 公司于 2025 年 3 月公布了新一轮 16 亿美元的股份回购, 并已于 2025 年 7 月 14 日顺利完成有关回购。自 2022 年起, 公司已通过股息和股份回购向股东返还 223 亿美元, 其中股份回购计划已累计回购 16.03 亿股股份, 令已发行在外的股份数目减少 13%。

4. 投资建议: 股东回报维持高位, 未来增长可期, 维持“买入”评级

受益于中国香港业务和泰国业务的快速增长, 上半年公司 NBV 同比+14%, 其中年化新保费和 NBVM 均有

增长。上半年中国内地业务受经济假设变动影响同比-4%，剔除该影响后同比+10%，其中二季度同比+15%。公司于2025年3月和4月成功在安徽、山东、重庆和浙江开展业务，并已建立一支合计超1,700名新代理的代理队伍，区域布局的持续扩张将进一步扩大潜在客群数量并为未来NBV增长带来强劲动能，公司提出2025-2030年期间新地区NBV复合增速40%的目标。公司重视股东回报，在高质量保单持续积累的基础上，公司中期股息每股+10%，并且今年3月公布的新一轮16亿美元股份回购已于7月14日完成。我们认为公司长期经营能力稳健，高增速和高股东回报并存，预计2025-2027年公司NBV分别为54.49/59.41/64.93亿美元，同比分别+15.6/9.0/9.3%。考虑到公司未来在中国内地新设分公司以及在不同区域代理人队伍增员所带来的增长潜力，给予公司2025E 1.55x PEV估值，对应合理目标价为85.3港币，维持“买入”评级。

图 1:公司核心财务指标预测

	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
内含价值分析 (百万美元)						
新业务价值	3,092	4,034	4,712	5,449	5,941	6,493
期末内含价值	68,865	67,447	69,035	74,880	82,684	91,477
主要数据 (美元)						
EPS	0.28	0.33	0.63	0.60	0.70	0.79
BPS	3.79	3.61	3.74	4.07	4.53	4.86
DPS	0.19	0.20	0.22	0.24	0.26	0.27
EVPS	5.77	5.86	6.33	7.04	7.86	8.79
同比增长						
EPS	-54.5%	17.0%	91.7%	-3.8%	16.1%	12.9%
BPS	-18.8%	-4.9%	3.6%	8.9%	11.3%	7.3%
DPS	8.0%	5.1%	10.0%	9.6%	5.4%	5.3%
EVPS	-4.3%	1.4%	8.0%	11.3%	11.6%	11.8%
NBV	-8.1%	30.5%	16.8%	15.6%	9.0%	9.3%

数据来源：公司公告，中信建投

风险提示：

内地访客保费收入恢复不及预期：内地访客一直是香港寿险市场新单保费的重要来源；由于香港市场保险产品具有的较高竞争力，在内地与香港全面通关以来内地访客需求加速释放，驱动新造业务保费收入快速增长；但倘若内地访客保费收入恢复情况不及预期，则可能给保险公司业绩造成不利影响。

资本市场波动超预期：若资本市场波动超预期，则可能会造成保险公司投资收益下滑，一方面可能会导致分红储蓄型产品难以实现预期收益率从而有损产品竞争力，另一方面则可能会对公司业绩直接造成负面影响。

分析师介绍

赵然

中信建投非银与前瞻研究首席分析师，中国科学技术大学应用统计硕士。上海交通大学金融科技行研团队成员。曾任中信建投金融工程分析师。目前专注于非银行业及金融科技领域（供应链金融、消费金融、保险科技、区块链、智能投顾/投研、金融 IT 系统、支付科技等）的研究，深度参与诸多监管机构、金融机构数字化转型及金融科技课题研究。6 年证券研究的工作经验。2018 年 wind 金融分析师（金融工程）第二名 2019 年、2020 年 Wind 金融分析师（非银金融）第四名和第一名，2020 年新浪金麒麟非银金融新锐分析师第一名

沃昕宇

中信建投证券非银金融&金融科技组

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk