

保险	收盘价 港元 73.45	目标价 港元 84.00	潜在涨幅 +14.4%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 8 月 22 日

友邦保险 (1299 HK)

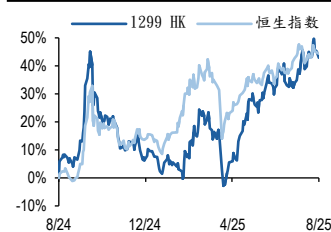
1H25 新业务价值符合市场预期，每股 OPAT 增速高于指引

- ④ **新业务价值增长主要来自中国香港和泰国。**1H25 新业务价值同比增长 14%，基本符合市场预期。新业务价值增长主要来自中国香港市场和泰国市场的贡献。中国内地市场同比降 4%（假设调整前同口径则增长 10%），小幅拉低新业务价值增速。新业务价值率 57.7%，同比升 3.4 个百分点。中国香港市场新业务价值同比增 24%，本地客户和中国内地访客分部均录得强劲双位数增长；泰国市场同比增 35%，主要来自新规实施前的集中销售及价值率提升；新加坡市场同比增 16%，主要由于 1 季度产品更新前销售强劲。
- ④ **中国内地市场仍具较大增长潜力。**公司 2024 年底将中国内地市场长期投资回报率假设下调 80 个基点。假设调整前，中国内地市场上半年新业务价值增长 10%，其中 2 季度增长 15%。新业务价值率为 58.6%，同比升 2 个百分点，主要由于预定利率下调和产品期限拉长。2019 年来，友邦新进入 9 个省市，经营地区达到 14 个。1H25 新进入地区新业务价值合计同比增 36%，占比达 8%。公司目标新进入地区的合计新业务价值 2025-2030 年年均复合增速达到 40%（不考虑经济假设调整）。
- ④ **每股 OPAT 增速略快于公司指引，股息保持增长态势。**上半年公司 OPAT 同比增长 7%，每股 OPAT 同比增长 12%，高于公司指引增速（2023-2026 CAGR 为 9-11%）；归母净利润同比下降 24%。中期股息为每股 0.49 港元，同比增长 10%。
- ④ **维持买入评级。**我们预计公司 2025 年新业务价值同比增长 17%。公司具有均衡的地区、渠道和产品结构，兼具稳健性与成长性，尤其在中国内地市场具有差异化竞争优势，仍具显著增长潜力；股东回报的增长具备持续性。维持买入评级和目标价 84 港元。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	76.90
52周低位 (港元)	49.95
市值 (百万港元)	768,751.94
日均成交量 (百万)	25.96
年初至今变化 (%)	30.46
200天平均价 (港元)	63.85

资料来源: FactSet

万丽, CFA, FRM

wanli@bocomgroup.com

(86) 10 8393 5331

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	6,638	9,379	8,605	9,442	10,230
同比增长 (%)	10.3	41.3	-8.3	9.7	8.4
净利润 (百万美元)	3,764	6,836	5,918	6,584	7,205
每股盈利 (美元)	0.33	0.63	0.56	0.63	0.70
同比增长 (%)	16.7	91.2	-11.4	12.6	10.8
前EPS预测值 (美元)			0.68	0.75	0.82
调整幅度 (%)			-17.1	-15.9	-14.4
市盈率 (倍)	28.4	14.8	16.7	14.9	13.4
每股内含价值 (美元)	5.94	6.15	6.75	7.49	8.32
P/EV (倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
市账率 (倍)	2.60	2.51	2.26	2.04	1.85

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 主要财务指标预测

百万美元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运利润 (OPAT)	6,421	6,213	6,605	7,055	7,571	8,154
同比增速		-3.2%	6.3%	6.8%	7.3%	7.7%
合同服务边际	50,225	53,115	56,231	63,063	69,873	76,801
同比增速		5.8%	5.9%	12.2%	10.8%	9.9%
新业务价值	3,092	4,034	4,712	5,494	6,038	6,551
同比增速		30.5%	16.8%	16.6%	9.9%	8.5%
新业务价值率	57.0%	52.6%	54.5%	57.6%	57.7%	57.9%
EV 营运利润	6,845	8,890	10,025	10,644	11,366	12,244
同比增速		29.9%	12.8%	6.2%	6.8%	7.7%
EV 营运回报率	9.4%	12.9%	14.9%	16.0%	16.0%	15.7%
EV 权益	71,202	70,153	69,035	73,839	80,736	88,306
同比增速		-1.5%	-1.6%	7.0%	9.3%	9.4%
内涵价值	68,865	67,447	66,329	71,133	78,030	85,600
同比增速		-2.1%	-1.7%	7.2%	9.7%	9.7%
ROAA		1.4%	2.3%	1.8%	1.9%	1.9%
ROAE		8.8%	16.8%	14.0%	14.3%	14.4%
Operating ROE		14.5%	16.2%	16.7%	16.5%	16.3%
每股指标 (美元)						
BPS	3.81	3.62	3.75	4.17	4.60	5.08
EPS	0.28	0.33	0.63	0.56	0.63	0.70
OPAT per share	0.55	0.55	0.61	0.67	0.73	0.79
EVPS	5.9	5.9	6.1	6.7	7.5	8.3
每股股息	0.19	0.20	0.22	0.23	0.25	0.28

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 主要假设和预测调整

	原预测	更新	变动	原预测	更新	变动
	2025E	2025E		2026E	2026E	
归母净利润	7,111	5,918	-16.8%	7,797	6,584	-15.6%
营运利润 (OPAT)	6,980	7,055	1.1%	7,413	7,571	2.1%
EV 营运利润	10,234	10,644	4.0%	10,767	11,366	5.6%
新业务价值	5,084	5,494	8.1%	5,467	6,038	10.4%
新业务价值率	53.9%	57.6%	3.7%	53.6%	57.7%	4.1%
EV 权益	73,456	73,839	0.5%	79,808	80,736	1.2%
ROAE	16.6%	14.0%	-2.6%	16.3%	14.3%	-2.0%
Operating ROE	16.3%	16.7%	0.4%	15.5%	16.5%	1.0%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 友邦 (1299 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际金融行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
3908 HK	中金公司	买入	22.94	22.00	-4.1%	2025 年 07 月 18 日	内地综合性证券公司
6030 HK	中信证券	买入	31.06	30.00	-3.4%	2025 年 07 月 18 日	内地综合性证券公司
6066 HK	中信建投	买入	14.92	14.00	-6.2%	2025 年 07 月 18 日	内地综合性证券公司
6886 HK	华泰证券	买入	20.94	20.00	-4.5%	2025 年 07 月 18 日	内地综合性证券公司
6060 HK	众安在线	买入	20.36	23.00	13.0%	2025 年 08 月 21 日	内地互联网财险公司
2318 HK	中国平安保险	买入	58.10	73.00	25.6%	2025 年 07 月 29 日	内地寿险公司
1336 HK	新华保险	买入	50.25	36.00	-28.4%	2025 年 03 月 28 日	内地寿险公司
966 HK	中国太平保险	买入	18.80	15.00	-20.2%	2024 年 11 月 23 日	内地寿险公司
2628 HK	中国人寿	买入	24.78	19.00	-23.3%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2601 HK	中国太保	买入	36.98	32.00	-13.5%	2024 年 10 月 31 日	内地寿险公司
2328 HK	中国人保财险	买入	18.46	17.00	-7.9%	2025 年 03 月 28 日	内地财险公司
FINV US	信也科技	买入	9.13	13.00	42.4%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
LX US	乐信集团	买入	6.56	11.80	79.9%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
QFIN US	奇富科技	买入	30.67	58.00	89.1%	2025 年 03 月 19 日	金融科技
1299 HK	友邦保险	买入	72.85	84.00	15.3%	2024 年 05 月 27 日	泛亚保险公司
FUTU US	富途控股	买入	180.45	220.00	21.9%	2025 年 08 月 21 日	港美股互联网券商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 8 月 22 日

财务数据

损益表 (百万美元)						
年结12月31日	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
保险收益	16,319	17,514	19,314	21,342	23,476	25,589
保险服务业绩	5,466	5,091	5,769	6,615	7,113	7,687
投资回报	-31,613	12,566	11,937	11,967	13,023	14,039
投资回报业绩	551	1,547	3,610	1,989	2,329	2,544
分占联营/合资公司亏损	-121	-267	351	404	416	424
税前溢利	4,054	4,564	7,831	7,166	7,972	8,724
纯利	3,365	3,781	6,853	5,948	6,617	7,241
归母净利润	3,331	3,764	6,836	5,918	6,584	7,205

资产负债表摘要 (百万美元)						
截至12月31日	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8,020	11,525	8,101	9,316	10,248	11,068
金融投资小计	232,711	248,958	272,151	299,166	325,572	350,966
投资物业	4,600	4,504	4,570	4,616	4,662	4,708
保险及再投资合约资产	7,800	7,504	6,702	7,707	8,632	9,409
其他资产	17,340	13,828	13,930	15,735	17,510	19,447
总资产	270,471	286,319	305,454	336,540	366,624	395,598
保险合同负债	181,851	203,271	221,412	245,324	267,894	289,326
投资合约负债	9,092	9,170	6,967	7,524	8,051	8,534
借贷	11,206	11,800	13,329	14,662	15,981	17,100
其他负债	23,174	20,484	22,933	24,768	26,501	28,091
总负债	225,323	244,725	264,641	292,278	318,428	343,052
友邦保险控股公司股东	44,672	41,111	40,490	43,939	47,872	52,224
总权益	45,148	41,594	40,813	44,262	48,195	52,547

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

主要指标						
年结12月31日	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
投资资产		7.0%	9.3%	9.9%	8.8%	7.8%
总资产		5.9%	6.7%	10.2%	8.9%	7.9%
保险合同负债		11.8%	8.9%	10.8%	9.2%	8.0%
总负债		8.6%	8.1%	10.4%	8.9%	7.7%
保险收益		7.3%	10.3%	10.5%	10.0%	9.0%
保险服务业绩		-6.9%	13.3%	14.7%	7.5%	8.1%
投资回报		-139.7%	-5.0%	0.2%	8.8%	7.8%
投资回报业绩		180.8%	133.4%	-44.9%	17.1%	9.2%
税前溢利		12.6%	71.6%	-8.5%	11.2%	9.4%
净利润		12.4%	81.2%	-13.2%	11.2%	9.4%
归属母公司股东净利润		13.0%	81.6%	-13.4%	11.2%	9.4%
归母营运利润 (OPAT)	6,421	6,213	6,605	7,055	7,571	8,154
同比增速		-3.2%	6.3%	6.8%	7.3%	7.7%
合同服务边际	50,225	53,115	56,231	63,063	69,873	76,801
同比增速		5.8%	5.9%	12.2%	10.8%	9.9%
新业务价值	3,092	4,034	4,712	5,494	6,038	6,551
同比增速		30.5%	16.8%	16.6%	9.9%	8.5%
新业务价值率	57.0%	52.6%	54.5%	57.6%	57.7%	57.9%
EV营运利润	6,845	8,890	10,025	10,644	11,366	12,244
同比增速		29.9%	12.8%	6.2%	6.8%	7.7%
EV营运回报率	9.4%	12.9%	14.9%	16.0%	16.0%	15.7%
EV权益	71,202	70,153	69,035	73,839	80,736	88,306
同比增速		-1.5%	-1.6%	7.0%	9.3%	9.4%
内涵价值	68,865	67,447	66,329	71,133	78,030	85,600
同比增速		-2.1%	-1.7%	7.2%	9.7%	9.7%
ROAA		1.4%	2.3%	1.8%	1.9%	1.9%
ROAE		8.8%	16.8%	14.0%	14.3%	14.4%
Operating ROE		14.5%	16.2%	16.7%	16.5%	16.3%
BPS	3.81	3.62	3.75	4.17	4.60	5.08
EPS	0.28	0.33	0.63	0.56	0.63	0.70
OPAT per share	0.55	0.55	0.61	0.67	0.73	0.79
EVPS	5.9	5.9	6.1	6.7	7.5	8.3
每股股息	0.19	0.20	0.22	0.23	0.25	0.28

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來12個月的總回報**高于**相關行業。

中性：預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

沽出：預期個股未來12個月的總回報**低于**相關行業

無評級：對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**具吸引力**。

同步：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標杆指數**一致**。

落后：分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤標杆指數**不具吸引力**。

香港市場的標杆指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標杆指數為**MSCI 中國A股指數**，美國上市中概股的標杆指數為**標普美國中概股50（美元）指數**

分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i) 發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii) 他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii) 對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i) 他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表本報告之30個日曆日前交易或買賣本報告內涉及其所評論的任何公司的證券；ii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擔任本報告內涉及其評論的任何公司的高級人員（包括就房地產基金而言，擔任該房地產基金的管理公司的高級人員；及就任何其他實體而言，在該實體中擔任負責管理該等公司的高級人員或其同級人員）；iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有擁有於本報告內涉及其評論的任何公司的證券之任何財務利益。根據證監會持牌人或註冊人操守準則第16.2段，“有聯繫者”指：i) 分析員的配偶、親生或領養的未成年子女，或未成年繼子女；ii) 某信托的受託人，而分析員、其配偶、其親生或領養的未成年子女或其未成年繼子女是該信托的受益人或酌情對象；或iii) 慣于或有義務按照分析員的指示或指令行事的另一人。

有關商務關係及財務權益之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武漢有機控股有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平線、多點數智有限公司、草姬集團控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京賽目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山東快驢科技發展股份有限公司、佛山市海天調味食品股份有限公司、葯捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠寶股份有限公司、搜康視云制藥有限公司、富衛集團有限公司、宜搜科技控股有限公司及廣州銀諾醫藥集團股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司及/或其集團公司現持有東方證券股份有限公司、光大證券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已發行股本逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告（包括任何有關的附件），表示並保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i) 複製、複印或儲存，或者(ii) 直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其从其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤、阻礙或阻截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而非非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被视为集團的任何成員作出提議、建議或征求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。本報告的發送對象不包括身處中國內地的投資人。如知悉收取或發送本報告有可能構成當地法律、法則或其他規定之違反，本報告的收取者承諾盡快通知交銀國際證券。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。