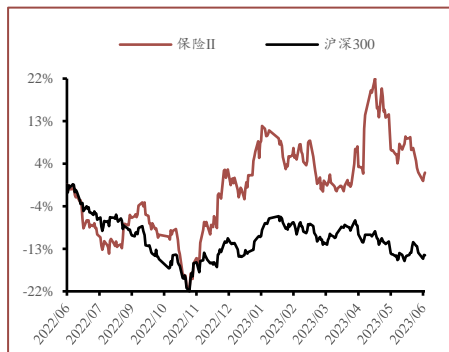


投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现


分析师 夏昌盛

SAC 证书编号: S0160522100002

xiacs@ctsec.com

相关报告

1. 《保险+AI 深度报告》 2023-06-28
2. 《上市险企 5 月保费点评》 2023-06-15
3. 《五年期存款将进入 2.5% 时代, 储蓄险竞争力愈显》 2023-06-09

内地访客新单恢复至 2019 年同期的 75%， 预计友邦、保诚香港 NBV 高增有望延续

核心观点

- ❖ **内地访客新单高增驱动新单保费较高速增长。**2023Q1，香港地区长期业务（不包括退休计划业务）新单保费同比+10.7%至 470 亿港元，其中个人人寿及年金（非投连业务）新单保费同比+15.2%至 435 亿港元，个人投连业务新单保费同比-25.2%至 34 亿港元。我们判断，新单较高速增长主要受内地访客新单高增拉动（整体新单同比+45 亿港元，其中内地访客新单同比+93 亿港元）。
- ❖ **供需两旺，内地访客新单同比高增 27 倍，全面通关仅 2 月已恢复至 2019 年同期的 75%。**2023Q1 内地访客新单保费同比+2690.5%至 96.14 亿港元，已恢复至 2019Q1 的 75.3%（127.72 亿港元），保单数量恢复至 2019Q1 的 30.5%。内地购险新单保费占整体保费比例为 20.5%，同比+19.7pct，但较 2019 年同期的 26.4%仍存在 5.9pct 的差距。我们判断，内地访客新单高增，一是内地居民储蓄需求旺盛，香港地区分红储蓄型产品采用高预期收益率+低保证收益率模式，持有 20 年的预期收益高达 5%左右，且支持多币种计价，更为契合投资理念更为成熟、风险偏好相对更高的中产及高净值的人群的海外资产配置需求，二是香港地区保险公司纷纷推出保费折扣等多种促销形式，进一步激发了内地居民储蓄需求的释放。
- ❖ **与 2019 年同期相比，居民储蓄需求提升明显且风险偏好降低。**2023Q1 内地访客新单中，终身寿险、储蓄寿险、万能寿险、医疗险、重疾险、年金险保费占比为 79.8%、10.0%、1.9%、0.1%、3.2%、2.8%，较 2019 年同期分别+19.7pct、+2.4pct、-8.5pct、-0.1pct、-8.9pct、+2.2pct，一是储蓄型险种（终身寿险、储蓄寿险、万能寿险、年金险）占比大幅提升 15.8pct，二是储蓄险内部表现分化，风险相对较高的万能寿险占比大幅下滑 8.5pct。
- ❖ **友邦、保诚离岸保费市占率同比大幅提升，预计香港地区 NBV 高增。**2023Q1 离岸业务新单保费 top3 公司分别为汇丰、友邦、保诚，市占率为 24.5%、16.6%、16.2%，较 22Q1 分别提升 7.5pct、13.0pct、15.1pct，但友邦、保诚相较于 2019Q1 的市占率依然下降了 8.2pct、2.2pct。汇丰市占率超越友邦、保诚，预计主要由于：一方面，汇丰凭借着银保渠道快速抢占大量储蓄险趸交份额，2023Q1 汇丰银保渠道新单占比 95.3%，离岸业务趸交占比超 80%。以标准保费（趸交*0.1+年度化保费）口径来看，汇丰、友邦、保诚，市占率为 11%、24%、27%。另一方面，友邦、保诚以代理人渠道为主，香港地区代理人经历了疫情有所下滑。截至 2023 年 5 月底，香港地区长期业务个人持牌人士为 4.55 万人，较 21 年 3 月底减少 19.3%（1.09 万），较 23 年 1 月底减少 2.8%。今年初，友邦、保诚、宏利等保险公司均表示将加大招聘保险代理人的力度，预计

随着新单的修复、保险赚钱效应重现，代理人规模有望回升，带动友邦、保诚市占率回升。

- ❖ **预计内地访客新单高增趋势将延续，赴港购险复苏有望对 23 年友邦、保诚 NBV 增速贡献超 10%。**中观假设下：1) **香港地区内地访客业务**：① **保单数量**：预计全年有望修复至 2019 年的 40%，一是 2019H2 基数较低；二是一季度实际全面通关时间不足 2 月；② **险种结构**：假设内地访客保单中储蓄险、重疾险、其他险种占比分别为 65%、31%、4%（23Q1 分别为 61%、33%、6%）；③ **件均保费**：假设与 Q1 一致，分别为 44.1、2.7、0.9 万港元；则 2023 年内地访客新单有望达到 407 亿港元，较 2019 年减少 6.1%。2) **友邦保险**：假设市占率提升至 20%，NBV Margin 为 30%，则 2023 年友邦香港内地访客新单保费为 81.4 亿港元，对 23 年 NBV 贡献为 24.4 亿港元，对友邦香港 23 年 NBV 增速贡献为 39.6%，对友邦保险 23 年 NBV 增速贡献 10.1%。3) **保诚保险**：假设市占率提升至 18.0%，NBV Margin 为 30%，则 2023 年保诚香港内地访客新单保费为 73.3 亿港元，对 23 年 NBV 贡献为 22.0 亿港元，对保诚香港 23 年 NBV 增速贡献为 73.0%，对保诚保险 23 年 NBV 增速贡献 12.8%。
- ❖ **投资建议**：当前内地居民赴港购险需求仍然存在，预计内地访客新单高增趋势有望延续，对 23 年友邦、保诚 NBV 增速贡献为 10.1%、12.8%。我们判断，在低基数+内地访客贡献大幅提升的背景下，23 年友邦、保诚 NBV 全年有望实现 20%左右增长。目前友邦保险 2023PEV 估值为 1.58X，处于历史估值分位的 22%，建议关注其长期配置价值；保诚保险 2023 年 PEV 估值为 0.83X，处于 2020 年来的 26%分位，考虑到保诚当前的经营策略、经营区域与友邦类似，且 2023Q1 香港地区离岸业务市占率相当，后续市占率有望向友邦收敛，PEV 估值向友邦趋同动力较强，建议关注。
- ❖ **风险提示**：代理人规模回升慢于预期：内地居民赴港购险复苏不及预期；测算基于一定前提假设，存在偏差风险。

表 1：重点公司投资评级：

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (06.28)	EPS (元)			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
01299	友邦保险	9198.67	79.40	0.02	0.56	0.60	416.47	18.02	16.94	增持

注：总市值与收盘价为港元，EPS 为美元
 数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	内地访客新单高增驱动新单保费较高速增长.....	5
2	全面通关仅 2 月内地访客新单已恢复至 2019 年同期的 75%.....	5
3	友邦、保诚离岸保费市占率同比大幅提升，预计香港地区 NBV 高增	8
4	赴港购险复苏有望对 23 年友邦、保诚 NBV 增速贡献超 10%	9
5	投资建议.....	17
6	风险提示.....	17

图表目录

图 1. 内地访客新单保费已修复至 2019 年同期的 75%.....	6
图 2. 内地访客新单保单已修复至 2019 年同期的 31%.....	6
图 3. 内地访客新单保费占香港地区长期业务新造直接个人人寿保费比例.....	6
图 4. 内地访客新单险种结构.....	7
图 5. 2023Q1 较 2019Q1 内地访客新单险种变化.....	7
图 6. 各大险企离岸新单市占率（规模保费）	8
图 7. 各大险企离岸新单市占率（标准保费）	8
图 8. 2023Q1 汇丰、友邦、保诚新单保费渠道结构对比.....	9
图 9. 2023Q1 汇丰、友邦、保诚离岸业务期限结构对比.....	9
图 10. 香港地区内地访客规模（单位：人）	10
图 11. 内地赴港购险各险种件均保费	10
图 12. 友邦香港离岸业务新造保费	11
图 13. 友邦香港离岸业务新造保费市占率及排名.....	11
图 14. 友邦香港 NBV Margin	11
图 15. 友邦香港新单保费期限结构.....	11
图 16. 保诚香港新单保费持续下滑（百万美元）	13
图 17. 2020 年以来香港地区新单保费贡献显著下滑.....	13
图 18. 保诚香港 NBV 持续下滑（百万美元）	13
图 19. 2020 年以来香港地区 NBV 贡献显著下滑	13
图 20. 保诚香港离岸业务新造保费	14
图 21. 保诚香港离岸业务新造保费市占率及排名.....	14

图 22. 保诚香港 NBV Margin	14
图 23. 保诚香港新单保费期限结构.....	14
图 24. 友邦保险 PEV.....	17
图 25. 保诚保险 PEV.....	17
表 1. 2023Q1 香港地区长期业务有效业务保费情况.....	5
表 2. 2023Q1 香港地区长期业务新单保费情况.....	5
表 3. 香港地区主流储蓄险产品对比.....	7
表 4. 2023 年香港地区内地访客新单保费预估.....	10
表 5. 内地访客新单对友邦业绩贡献预估.....	11
表 6. 内地访客新单对友邦 23 年新单保费贡献预估.....	12
表 7. 内地访客新单对友邦 23 年 NBV 贡献预估	12
表 8. 内地访客新单对友邦香港 23 年 NBV 增速贡献预估	12
表 9. 内地访客新单对友邦保险 23 年 NBV 增速贡献预估	12
表 10. 友邦分区域 NBV 预估（单位：百万美元）	13
表 11. 2023 年保诚香港 NBV 预估	15
表 12. 内地访客新单对保诚 23 年新单保费贡献预估.....	15
表 13. 内地访客新单对保诚 23 年 NBV 贡献预估	15
表 14. 内地访客新单对保诚香港 23 年 NBV 增速贡献预估	15
表 15. 内地访客新单对保诚保险 23 年 NBV 增速贡献预估	15
表 16. 保诚保险 2023 年 NBV 预估（百万美元）	16
表 17. 2022 年保诚经营区域及市场表现.....	16
表 18. 保险公司 PEV（截至 6.28）	17

1 内地访客新单高增驱动新单保费较高速增长

趸交同比大幅减少致使有效业务保费增长承压。2023Q1，香港地区长期有效业务保费收入同比-8.9%至 1266 亿港元，主要受 2022 年同期退休计划业务的个别交易，以及个人人寿及年金（非投连业务）部分产品的保费支付模式（趸交减少）影响；其中个人人寿及年金（非投连业务）业务保费同比-3.2%至 1097 亿港元，个人人寿及年金（投连业务）业务同比-18.0%至 65 亿港元，退休计划业务供款同比-47.6%至 83 亿港元。

表1.2023Q1 香港地区长期业务有效业务保费情况

业务类别	2023Q1			2022Q1			变动		
	整付	非整付	总额	整付	非整付	总额	整付	非整付	总额
单位：百万港元									
个人人寿及年金（非投连）	19,923	89,807	109,730	23,767	89,580	113,347	-16.2%	0.3%	-3.2%
个人人寿及年金（投连）	3,355	3,132	6,487	4,542	3,367	7,909	-26.1%	-7.0%	-18.0%
其他个人业务	0	191	191	0	198	198	-	-3.5%	-3.5%
退休计划团体业务	6,239	2,015	8,254	13,725	2,032	15,757	-54.5%	-0.8%	-47.6%
非退休计划团体业务	0	1,897	1,897	0	1,679	1,679	-	13.0%	13.0%
总额	29,517	97,042	126,559	42,034	96,856	138,890	-29.8%	0.2%	-8.9%

数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

内地访客新单高增驱动新单保费较高速增长。2023Q1，香港地区长期业务（不包括退休计划业务）新单保费同比+10.7%至 470 亿港元，其中个人人寿及年金（非投连业务）新单保费同比+15.2%至 435 亿港元，个人投连业务新单保费同比-25.2%至 34 亿港元。我们判断，新单较高速增长主要受内地访客新单高增拉动（整体新单同比+45 亿港元，其中内地访客新单同比+93 亿港元）。

表2.2023Q1 香港地区长期业务新单保费情况

业务类别（单位：百万港元）	2023Q1	2022Q1	变动
个人人寿及年金（非投连）	43,476	37,744	15.2%
个人人寿及年金（投连）	3,419	4,573	-25.2%
其他个人业务	13	12	8.3%
非退休计划团体业务	71	114	-37.7%
总额	46,979	42,443	10.7%

注：新单保费不包括退休计划业务

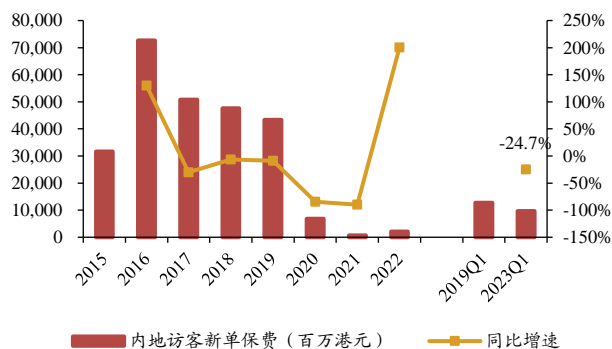
数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

2 全面通关仅 2 月内地访客新单已恢复至 2019 年同期的 75%

供需两旺，内地访客新单同比高增 27 倍，全面通关仅 2 月已恢复至 2019 年同期的 75%。2023Q1 内地访客新单保费同比+2690.5%至 96.14 亿港元，已恢复至

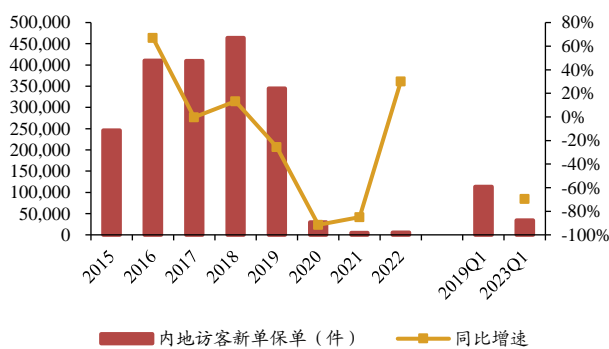
2019Q1 的 75.3% (127.72 亿港元)，保单数量恢复至 2019Q1 的 30.5%。内地购险新单保费占整体保费比例为 20.5%，同比+19.7pct，但较 2019 年同期的 26.4% 仍存在 5.9pct 的差距。

图1.内地访客新单保费已修复至 2019 年同期的 75%



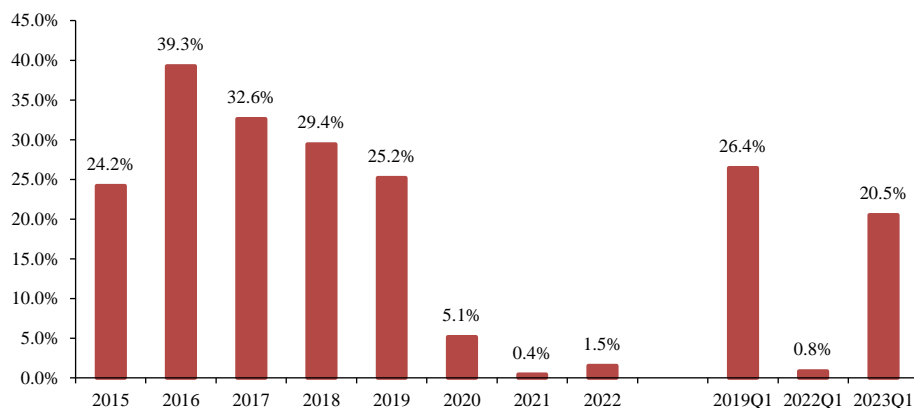
注：其他险种包含终身寿险等险种的附加险
数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

图2.内地访客新单保单已修复至 2019 年同期的 31%



注：其他险种包含终身寿险等险种的附加险
数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

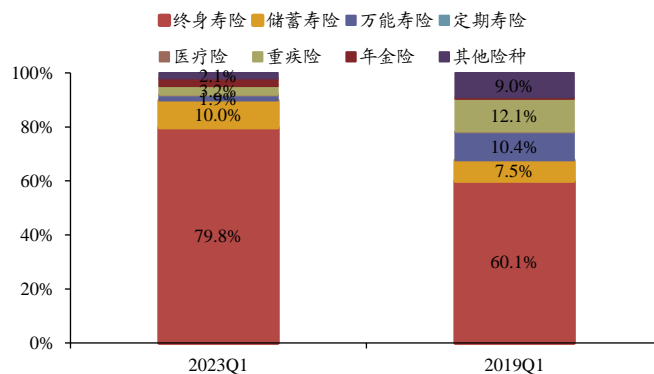
图3.内地访客新单保费占香港地区长期业务新造直接个人人寿保费比例



数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

内地投保群体储蓄需求明显提升且风险偏好降低。分险种看，2023Q1 内地访客新单中，终身寿险、储蓄寿险、万能寿险、医疗险、重疾险、年金险保费占比为 79.8%、10.0%、1.9%、0.1%、3.2%、2.8%，较 2019 年同期分别+19.7pct、+2.4pct、-8.5pct、-0.1pct、-8.9pct、+2.2pct，一是储蓄型险种（终身寿险、储蓄寿险、万能寿险、年金险）占比大幅提升 15.8pct，二是储蓄险内部表现分化，风险相对较高的万能寿险占比大幅下滑 8.5pct。

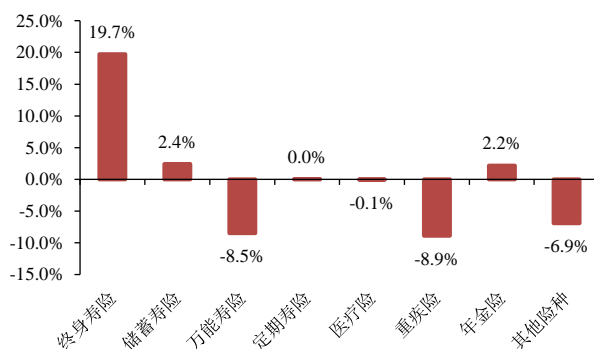
图4.内地访客新单险种结构



注：其他险种包含终身寿险等险种的附加险

数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

图5.2023Q1 较 2019Q1 内地访客新单险种变化



注：其他险种包含终身寿险等险种的附加险

数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

我们判断，内地访客新单高增主要原因有二：

1) 内地居民储蓄需求旺盛，香港地区分红储蓄型产品采用高预期收益率+低保证收益率模式，持有 20 年的预期收益高达 5% 左右，且支持多币种计价，更为契合投资理念更为成熟、风险偏好相对更高的中产及高净值的人群的海外资产配置需求。

表3.香港地区主流储蓄险产品对比

保险公司	宏利		友邦		安盛		万通		保诚	
产品名称	环球货币保障计划		盈御多元货币计划 2		挚汇储蓄计划		富饶传承储蓄计划 3		隽富多元货币计划	
保费缴付期	5 年									
缴付保费总额	60000									
货币	美元									
保证回本年期（年）	19		18		25		20		19	
预期回本年期（年）	8		8		8		8		8	
保单年度终结	保证现金价值（保证回报率）									
第 10 年	37858	-5.63%	43492	-5.63%	14477	-16.63%	36000	-6.23%	45120	-3.52%
第 20 年	60602	0.06%	60548	0.09%	38075	-2.50%	60120	0.01%	61680	0.15%
第 30 年	66215	0.35%	64446	0.13%	61172	0.07%	69000	0.50%	65820	0.33%
65 岁	81797	0.49%	78091	0.25%	68536	0.21%	91740	0.68%	80100	0.46%
保单年度终结	退保价值（总回报率）									
第 10 年	69318	1.82%	69068	1.94%	68320	1.63%	69797	1.90%	69726	1.89%
第 20 年	149104	5.17%	137283	5.26%	141694	4.88%	148083	5.13%	138492	4.74%
第 30 年	281885	5.67%	273533	5.80%	291180	5.79%	318442	6.13%	282042	5.67%
65 岁	3254959	6.54%	3155160	6.70%	3383446	6.60%	3973313	6.87%	3551520	6.68%

数据来源：天眼保公众号，财通证券研究所

2) 香港地区保险公司纷纷推出保费折扣等多种促销形式，进一步激发了内地居民储蓄需求的释放。根据慧保天下报道，某香港头部保司 5 年期储蓄型产品期交

保费在 5 万美元及以上的，基本优惠叠加额外优惠，最大保费折扣可达 25%，而 10 年期产品期交保费在 12 万美元及以上的，最大优惠更是可以达到 27%，此外，客户还可以享受降低最低保额要求、简易核保程序、放宽医疗核保要求、港澳两地指定米其林餐厅晚膳等优惠政策。

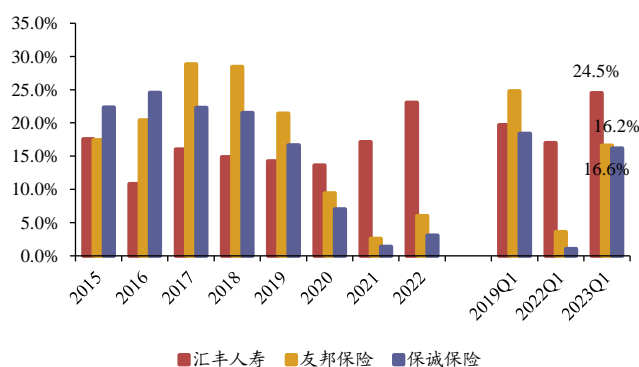
3 友邦、保诚离岸保费市占率同比大幅提升，预计香港地区 NBV 高增

2023Q1 离岸业务新单保费 top3 公司分别为汇丰、友邦、保诚，市占率为 24.5%、16.6%、16.2%，较 22Q1 分别提升 7.5pct、13.0pct、15.1pct，但友邦、保诚相较于 2019Q1 的市占率依然下降了 8.2pct、2.2pct。汇丰市占率超越友邦、保诚，主预计要由于：

1) 汇丰凭借着银保渠道快速抢占大量储蓄险趸交份额，2023Q1 汇丰银保渠道新单占比 95.3%，离岸业务趸交占比超 80%。以标准保费（趸交*0.1+年度化保费）口径来看，汇丰、友邦、保诚，市占率为 11.3%、24.1%、27.0%。

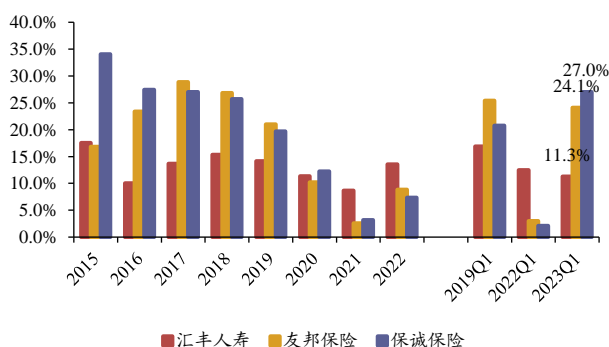
2) 友邦、保诚以代理人渠道为主（占比超 70%），香港地区代理人疫情期间有所下滑。截至 2023 年 5 月底，香港地区长期业务个人持牌人士为 4.55 万人，较 2021 年 3 月底减少 19.3%（1.09 万），较 2023 年 1 月底减少 2.8%。今年初，友邦、保诚、宏利等保险公司均表示将加大招聘保险代理人的力度，预计随着新单的修复、保险赚钱效应显现，代理人规模有望回升，带动友邦、保诚市占率回升。

图6.各大险企离岸新单市占率（规模保费）



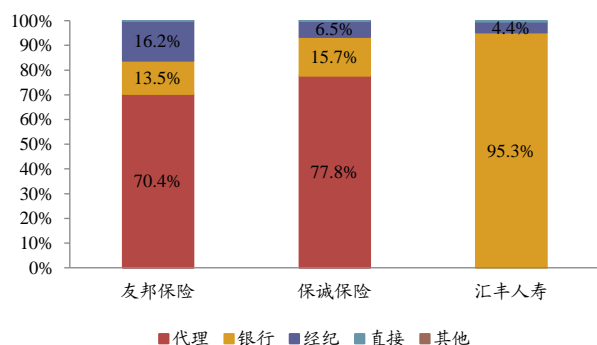
数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

图7.各大险企离岸新单市占率（标准保费）



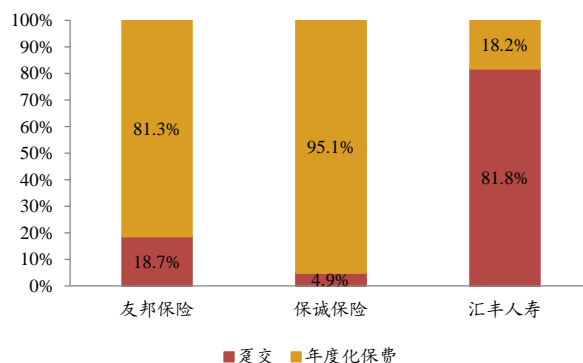
数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

图8.2023Q1 汇丰、友邦、保诚新单保费渠道结构对比



数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

图9.2023Q1 汇丰、友邦、保诚离岸业务期限结构对比



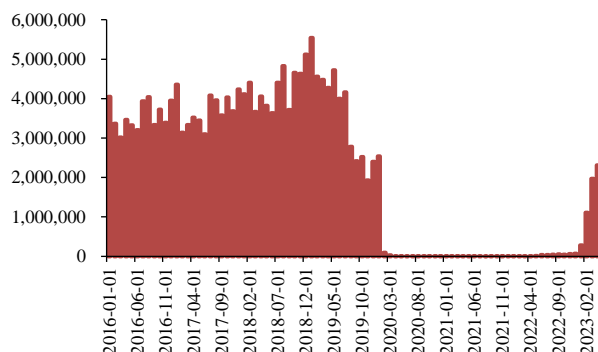
数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

4 赴港购险复苏有望对 23 年友邦、保诚 NBV 增速贡献超 10%

我们认为，当前内地居民赴港购险需求仍然存在，预计内地访客新单高增趋势将延续。中观假设下，预计 2023 年香港地区内地赴港新单有望修复至 407 亿港元左右，较 2019 年下滑 6.1%。中观假设如下：

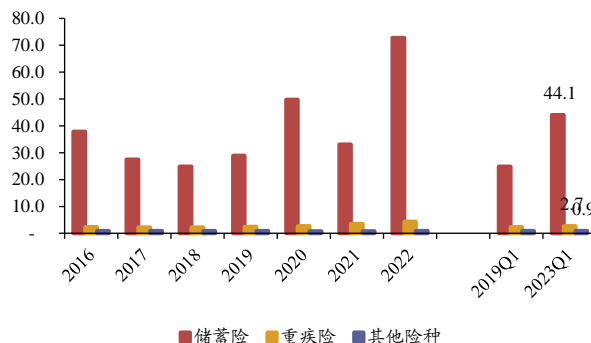
- 1) 保单数量：**预计全年保单数量有望修复至 2019 年的 40%，修复力度较 2023Q1 提升基于：一是 2019H2 香港地区内地访客新单受社会运动影响基数较低；二是今年 2 月初香港地区才全面恢复通关，一季度实际全面通关时间（内地访客可大面积投保时间）不足 2 月。
- 2) 险种结构：**假设内地访客保单中储蓄险、重疾险、其他险种占比分别为 65%、31%、4%（2023Q1 分别为 61%、33%、6%），考虑到经济修复斜率放缓，预计居民储蓄意愿仍将高企，储蓄险占比相较 Q1 或将继续提升。
- 3) 件均保费：**假设与 2023Q1 保持一致，分别为 44.1、2.7、0.9 万港元。

图10.香港地区内地访客规模（单位：人）



数据来源：wind，财通证券研究所

图11.内地赴港购险各险种件均保费



注：储蓄险包括终身寿险、储蓄寿险、万能险、年金险、投资连结险；其他险种包括定期寿险、医疗险、长久健康险
 数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

表4.2023 年香港地区内地访客新单保费预估

	乐观	中观	悲观
23 年保单数量相较 19 年修复程度	45%	40%	35%
23 年内地访客新单数量预估(万件)	15.5	13.8	12.1
其中：储蓄险新单数量	10.1	9.0	7.8
重疾险新单数量	4.8	4.3	3.7
其他险种新单数量	0.6	0.6	0.5
23 年内地访客新单保费预估（亿港元）	458.1	407.2	356.3
其中：储蓄险新单保费	444.6	395.2	345.8
重疾险新单保费	12.9	11.5	10.1
其他险新单保费	0.6	0.5	0.4
23 年内地访客新单保费较 19 年增速	5.6%	-6.1%	-17.9%
其中：储蓄险新单保费增速	15.9%	3.0%	-9.9%
重疾险新单保费增速	-72.3%	-75.3%	-78.4%
其他险新单保费增速	-58.9%	-63.5%	-68.0%

注：测算过程未考虑“其他险种”与各类附加险（2023Q1 保费占比仅 0.2%），或导致对新单保费有一定低估
 数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所测算

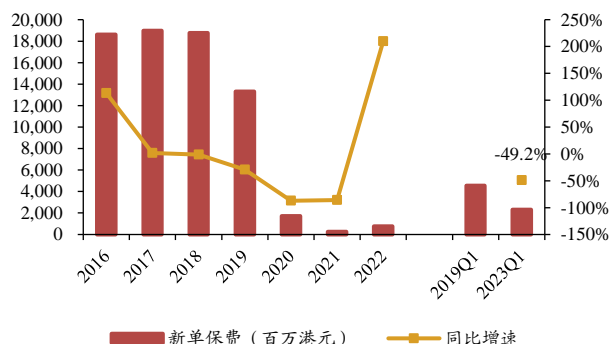
1) 友邦保险

友邦离岸业务具备品牌、渠道、产品三重优势，但受疫情封关代理人展业受阻影响，离岸业务市占率及排名大幅下滑，随着今年 2 月香港地区通关，公司市占率已提升至市场第二，较 2022 年提升 10.6pct，我们判断，随着通关后内地旅客赴港的有序进行，及保险赚钱效应重现后，代理人规模有望提升，公司离岸业务市占率有望继续提升。

测算乐观、中观、悲观三种情境下，23 年内地访客对友邦新单保费贡献为 103.1、81.4、62.3 亿港元，NBV 贡献为 30.9、24.4、18.7 亿港元，NBV 增速贡献为 12.8%、10.1%、7.7%。中观假设如下：1) 市占率：我们认为，香港地区通关后代理人渠

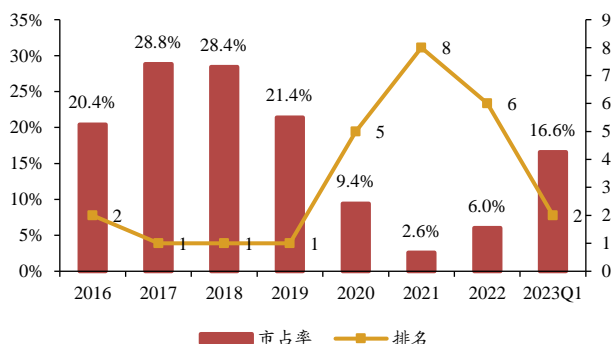
道在内地访客业务中的相对优势将显现，利好以代理人渠道为主的友邦保险市占率提升，假设提升至 20%（2023Q1 离岸业务市占率为 16.6%；2）NBV Margin：2022 年，公司新单保费期限结构好转，期交新单占比同比+12.7pct 至 32.8%，预计该趋势有望延续，驱动 NBV Margin 略微提升至 30%；则 2023 年友邦香港内地访客新单保费为 81.4 亿港元，对 23 年 NBV 贡献为 24.4 亿港元，对友邦香港 23 年 NBV 增速贡献为 39.6%，对友邦保险 23 年 NBV 增速贡献 10.1%。

图12.友邦香港离岸业务新造保费



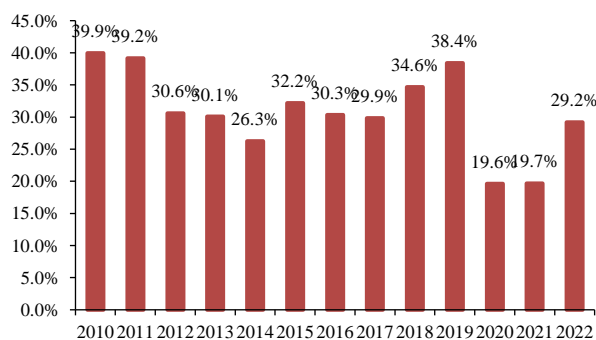
注：2023Q1 同比增长实质上为相较于 2019Q1 增速
 数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

图13.友邦香港离岸业务新造保费市占率及排名



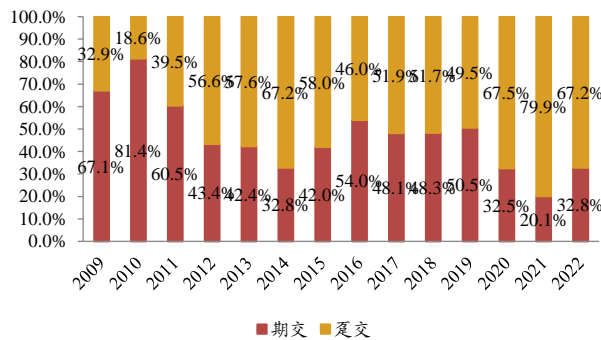
数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

图14.友邦香港 NBV Margin



注：NBV Margin=友邦香港 NBV/（整付保费+首年保费）
 数据来源：友邦保险财报，财通证券研究所

图15.友邦香港新单保费期限结构



数据来源：友邦保险财报，财通证券研究所

表5.内地访客新单对友邦业绩贡献预估

	乐观	中观	悲观
中国香港内地访客新单保费（亿港元）	458.1	407.2	356.3
友邦市占率（%）	22.5%	20.0%	17.5%
23 年内地访客新单保费贡献（亿港元）	103.1	81.4	62.3
NBV margin	30.0%	30.0%	30.0%
23 年内地访客 NBV 贡献（亿港元）	30.9	24.4	18.7
对友邦香港 23 年 NBV 增速贡献	50.1%	39.6%	30.3%
对友邦保险 23 年 NBV 增速贡献	12.8%	10.1%	7.7%

数据来源：友邦保险财报，财通证券研究所

表6.内地访客新单对友邦23年新单保费贡献预估

友邦香港市占率\内地访客新单总规模（亿港元）	458.1	407.2	356.3
22.5%	103.1	91.6	80.2
20.0%	91.6	81.4	71.3
17.5%	80.2	71.3	62.3

数据来源：友邦保险财报，财通证券研究所

表7.内地访客新单对友邦23年NBV贡献预估

友邦香港市占率\内地访客新单总规模（亿港元）	458.1	407.2	356.3
22.5%	30.9	27.5	24.0
20.0%	27.5	24.4	21.4
17.5%	24.0	21.4	18.7

数据来源：友邦保险财报，财通证券研究所

表8.内地访客新单对友邦香港23年NBV增速贡献预估

友邦香港市占率\内地访客新单总规模（亿港元）	458.1	407.2	356.3
22.5%	50.1%	44.6%	39.0%
20.0%	44.6%	39.6%	34.7%
17.5%	39.0%	34.7%	30.3%

数据来源：友邦保险财报，财通证券研究所

表9.内地访客新单对友邦保险23年NBV增速贡献预估

友邦香港市占率\内地访客新单总规模（亿港元）	458.1	407.2	356.3
22.5%	12.8%	11.3%	9.9%
20.0%	11.3%	10.1%	8.8%
17.5%	9.9%	8.8%	7.7%

数据来源：友邦保险财报，财通证券研究所

预计2023年友邦NBV增速有望达到20%，主要驱动力在于：1）中国香港：受益于疫情缓和代理人展业活动恢复及香港地区通关后内地访客新单高增，预计有望实现46%左右增长；2）中国内地：居民储蓄意愿高企，叠加预定利率预期下调下的“产品炒停”，预计有望在低基数下实现15%左右增长。

表10.友邦分区域 NBV 预估 (单位: 百万美元)

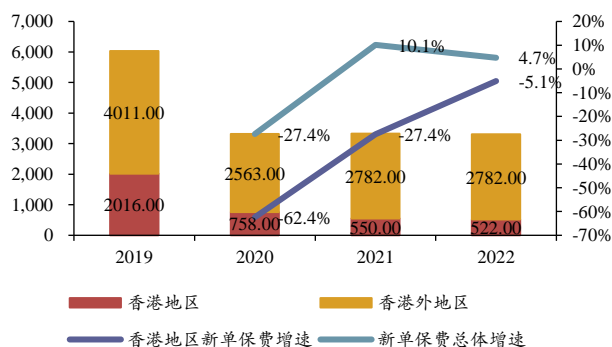
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2023 年同比	2024E	2024 年同比
总 NBV	2,750	3,206	3,955	4,154	2,765	3,366	3,092	3,708	20%	4,145	12%
中国香港	1,161	1,384	1,712	1,621	550	756	787	1,145	46%	1,317	15%
泰国	384	381	447	494	469	609	585	642	10%	745	16%
新加坡	316	297	357	352	330	356	349	377	8%	399	6%
马来西亚	198	215	247	258	222	283	308	352	14%	370	5%
中国大陆	536	725	965	1,167	968	1,108	916	1,055	15%	1,161	10%
其他市场	321	395	435	535	514	511	420	487	16%	546	12%

数据来源: 友邦保险财报, 财通证券研究所预估

2) 保诚保险

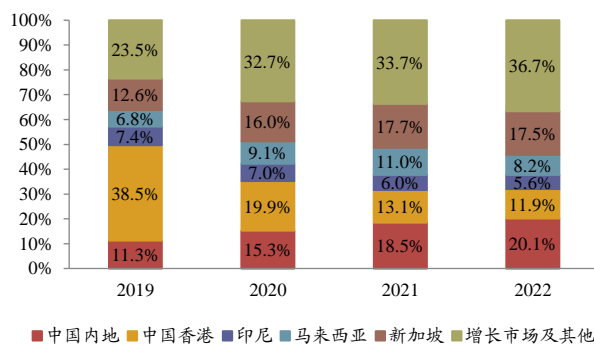
疫情期间香港地区业绩贡献持续下滑, 公司 NBV 深度承压。2019 年, 香港地区作为保诚最重要的业绩来源, 对公司新单保费 (标准保费口径)、NBV 贡献度高达 38.5%、58.0%, 但 2020 年疫情爆发影响内地赴港投保与代理人展业, 致使中国香港市场业绩承压, 至 2022 年, 保诚香港离岸新单保费已降至 2019 年的 3.7%, 致使香港地区对公司新单保费、NBV 贡献降至 11.9%、17.6%。

图16.保诚香港新单保费持续下滑 (百万美元)



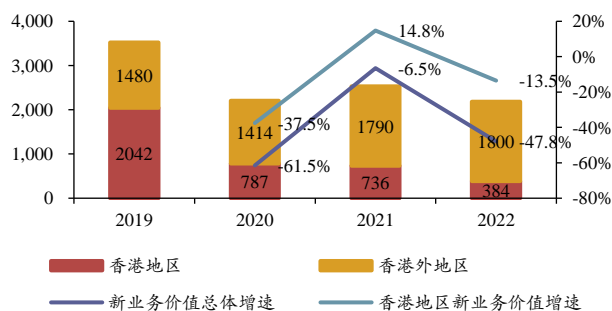
数据来源: 保诚保险财报, 财通证券研究所

图17.2020 年以来香港地区新单保费贡献显著下滑



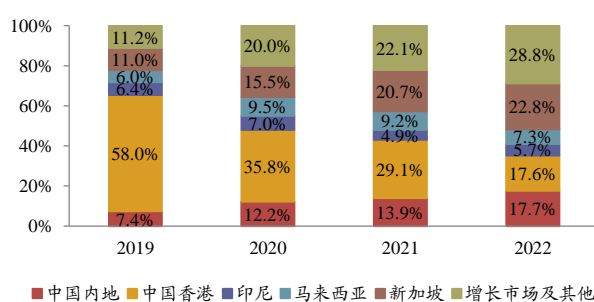
数据来源: 保诚保险财报, 财通证券研究所

图18.保诚香港 NBV 持续下滑 (百万美元)



数据来源: 保诚保险财报, 财通证券研究所

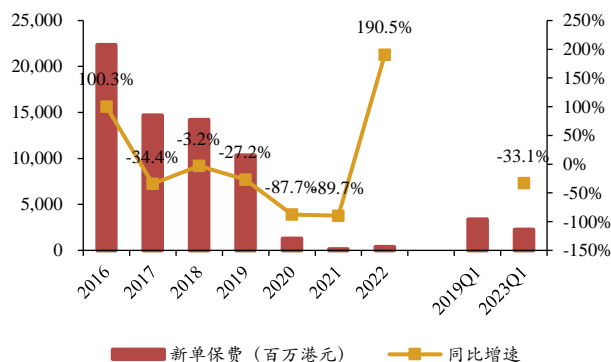
图19.2020 年以来香港地区 NBV 贡献显著下滑



数据来源: 保诚保险财报, 财通证券研究所

通关后保诚内地访客新单业务复苏态势较好。2023Q1，保诚离岸业务新单保费较2019Q1下滑33.1%，但市占率已由2022年的3.0%抬升至16.2%，较2019年同期仅下滑2.2pct，市占率排名也已升至第三位。

图20.保诚香港离岸业务新造保费



注：2023Q1 同比增长实质上为相较于2019Q1 增速
数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

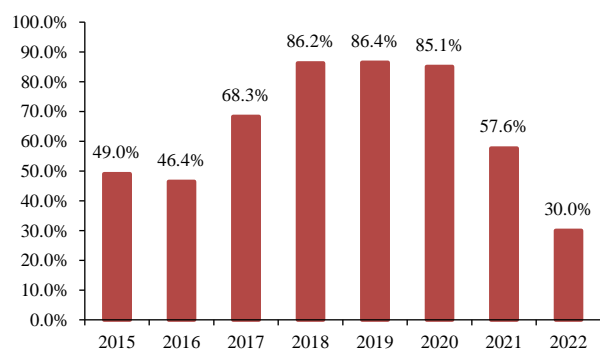
图21.保诚香港离岸业务新造保费市占率及排名



数据来源：香港保险业监管局，财通证券研究所

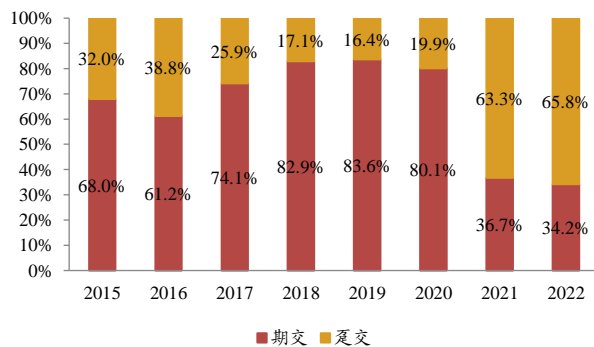
测算乐观、中观、悲观三种情境下，23 年内地访客对保诚新单保费贡献为 91.6、73.3、57.0 亿港元，NBV 贡献为 27.5、22.0、17.1 亿港元，NBV 增速贡献为 16.1%、12.8%、10.0%。中观假设如下：1) 市占率：我们认为，香港地区通关后代理人渠道在内地访客业务中的相对优势将显现，利好以代理人渠道为主的保诚保险市占率提升，假设提升至 18.0%（2023Q1 为 16.2%）；2) NBV Margin：2022 年公司新单保费中趸交占比较 2021 年小幅提升 2.5pct，但 NBV Margin 大幅下滑 27.6pct，预计主要由储蓄险占比提升叠加健康及保障类产品 Margin 下降所致，我们判断，当前公司储蓄险占比已处于相对高位，预计 2023 年 NBV Margin 与 2022 年基本持平，为 30.0%；则 2023 年保诚香港内地访客新单保费为 73.3 亿港元，对 23 年 NBV 贡献为 22.0 亿港元，对保诚香港 23 年 NBV 增速贡献为 73.0%，对保诚保险 23 年 NBV 增速贡献 12.8%。

图22.保诚香港 NBV Margin



注：NBV Margin=保诚香港 NBV/（整付保费+首年保费）
数据来源：保诚保险财报，财通证券研究所

图23.保诚香港新单保费期限结构



数据来源：保诚保险财报，财通证券研究所

表11.2023 年保诚香港 NBV 预估

	乐观	中观	悲观
中国香港内地访客新单保费（亿港元）	458.1	407.2	356.3
保诚市占率（%）	20.0%	18.0%	16.0%
23 年内地访客新单保费贡献（亿港元）	91.6	73.3	57.0
NBV margin	30.0%	30.0%	30.0%
23 年内地访客 NBV 贡献（亿港元）	27.5	22.0	17.1
对保诚香港 23 年 NBV 增速贡献	91.3%	73.0%	56.8%
对保诚保险 23 年 NBV 增速贡献	16.1%	12.8%	10.0%
2023 年保诚香港内地访客新单占比（假设恢复 2019 年水平）	50%	50%	50%
2023 年保诚香港新业务价值（亿港元）	55.0	44.0	34.2
同比 2022 年增速	82.6%	46.1%	13.6%

数据来源：香港保险业监管局，保诚保险财报，财通证券研究所

表12.内地访客新单对保诚 23 年新单保费贡献预估

保诚香港市占率\内地访客新单总规模（亿港元）	458.1	407.2	356.3
20.0%	91.6	81.4	71.3
18.0%	82.5	73.3	64.1
16.0%	73.3	65.1	57.0

数据来源：保诚保险财报，财通证券研究所

表13.内地访客新单对保诚 23 年 NBV 贡献预估

保诚香港市占率\内地访客新单总规模（亿港元）	458.1	407.2	356.3
20.0%	27.5	24.4	21.4
18.0%	24.7	22.0	19.2
16.0%	22.0	19.5	17.1

数据来源：保诚保险财报，财通证券研究所

表14.内地访客新单对保诚香港 23 年 NBV 增速贡献预估

保诚香港市占率\内地访客新单总规模（亿港元）	458.1	407.2	356.3
20.0%	91.3%	81.2%	71.0%
18.0%	82.2%	73.0%	63.9%
16.0%	73.0%	64.9%	56.8%

数据来源：保诚保险财报，财通证券研究所

表15.内地访客新单对保诚保险 23 年 NBV 增速贡献预估

保诚香港市占率\内地访客新单总规模（亿港元）	458.1	407.2	356.3
20.0%	16.1%	14.3%	12.5%
18.0%	14.4%	12.8%	11.2%
16.0%	12.8%	11.4%	10.0%

数据来源：保诚保险财报，财通证券研究所

预计 2023 年保诚 NBV 增速有望达到 20%，主要驱动力在于：1) 中国香港：受益于疫情缓和代理人展业活动恢复及香港地区通关后内地访客新单高增，预计有望实现 46% 左右增长；2) 中国内地：居民储蓄意愿高企，且中信保诚人寿具备银保渠道优势且紧抓银保发展机遇，预计有望实现 25% 左右增长；3) 其他市场：公司经营区域具备寿险渗透率低、健康及保障缺口大等特征，且公司在绝大部分所经营的亚洲市场中排名前三，有望继续实现高增。

表16.保诚保险 2023 年 NBV 预估（百万美元）

	2022	2023E	2023 年增速
NBV 合计	2184	2614	20%
中国内地	387	484	25%
中国香港	384	561	46%
印尼	125	131	5%
马来西亚	159	175	10%
新加坡	499	539	8%
增长市场及其他	630	725	15%

数据来源：保诚保险财报，财通证券研究所

表17.2022 年保诚经营区域及市场表现

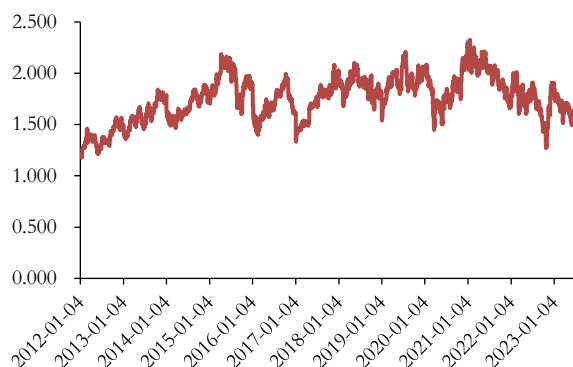
市场	人口	寿险渗透率	保诚市场排名	健康及保障缺口（亿美元）	国内/本地生产总值增长预测
中国内地	14 亿	2.1%	第三名	8050	4.5%
中国香港	700 万	17.3%	第二名	230	3.1%
印尼	2.74 亿	1.1%	第一名	820	5.2%
马来西亚	3400 万	3.9%	第一名	470	4.4%
新加坡	600 万	7.5%	第三名	230	2.5%
印度	14 亿	3.2%	第三名	3690	6.5%
中国台湾	2400 万	11.6%	第一名	410	2.2%
越南	9700 万	1.6%	第二名	360	6.6%
老挝	700 万	不适用	第二名	不适用	不适用
菲律宾	1.14 亿	1.5%	第一名	320	5.8%
柬埔寨	1700 万	不适用	第一名	不适用	不适用
泰国	7200 万	3.4%	第六名	60	3.4%
缅甸	5400 万	不适用	第二名	不适用	不适用
日本				不适用	不适用
南韩				不适用	不适用
中国澳门	于 2023 年 1 月获授中国澳门牌照				

注：“国内/本地生产总值增长预测”指 2022 年至 2027 年实质国内/本地生产总值复合年增长率，基于国际货币基金组织世界经济展望数据库，2022 年 10 月
 数据来源：保诚保险财报，财通证券研究所

5 投资建议

截至 2023 年 6 月 28 日，友邦保险 2023PEV 估值为 1.58X，处于历史估值分位的 22%，建议关注其长期配置价值。保诚保险 2023 年 PEV 估值为 0.83X，处于 2020 年来的 26%分位。考虑到保诚当前的经营策略、经营区域与友邦类似，且 2023Q1 香港地区离岸业务市占率相当，后续市占率有望向友邦收敛，PEV 估值向友邦趋同动力较强，建议关注。

图24.友邦保险 PEV



数据来源：友邦保险财报，wind，财通证券研究所

图25.保诚保险 PEV



注：2020 年估值未考虑美国业务分部

数据来源：保诚保险财报，wind，财通证券研究所

表18.保险公司 PEV（截至 6.28）

		最大值	最小值	均值	中位数	当前估值	分位数
A 股	中国人寿 A	2.12	0.55	1.04	0.94	0.73	16%
	中国平安 A	1.74	0.46	0.98	1.01	0.55	3%
	中国太保 A	1.71	0.33	0.91	0.90	0.45	9%
	新华保险 A	2.12	0.29	0.93	0.87	0.41	9%
H 股	中国人寿 H	1.82	0.18	0.78	0.67	0.25	10%
	中国平安 H	1.62	0.37	1.01	1.04	0.54	2%
	中国太保 H	1.64	0.21	0.83	0.81	0.32	9%
	新华保险 H	1.63	0.14	0.64	0.59	0.22	10%
	友邦保险 H	2.33	1.18	1.76	1.78	1.58	22%
	保诚保险 H	1.24	0.57	0.95	0.94	0.83	26%
	中国太平 H	1.40	0.10	0.55	0.54	0.14	2%

数据来源：各公司财报，wind，财通证券研究所

6 风险提示

1) 代理人规模回升慢于预期：或导致友邦、保诚等以代理人渠道为主渠道的公司业绩增长低于预期，拖累公司保费与价值表现。

2) 内地居民赴港购险复苏不及预期：若居民风险偏好持续降低，低保证收益型储蓄险吸引力或将降低，致使内地购险新单保费回升不及预期，拖累友邦、保诚等公司价值表现。

3) 测算基于一定前提假设，存在偏差风险：本文对香港地区内地访客新单规模、友邦和保诚的市占率及 NBV Margin 等均基于一定的前提假设，存在假设不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差的可能性。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。