

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- 周二（3月17日）A股三大指数集体下跌，上证综指跌-0.85%，创业板跌-2.29%，成交额回落至约2.22万亿元，通信设备、半导体、电池等板块领跌，大金融逆势走强。港股冲高回落，恒生指数涨0.13%，恒生科技收跌0.08%，显示前一日大涨后修复力度放缓。资金面上，南向资金当日净卖出114.81亿港元，市场情绪整体偏向审慎。离岸人民币兑美元震荡微升，收于6.88附近。
- 美股连续第二日反弹，能源与旅行股领涨，市场将焦点转向美联储。标普500收涨0.25%，纳指收涨0.47%。行业上，能源与可选消费表现靠前，航空股领涨，反映高油价背景下市场更看重春季出行需求韧性与前期超跌后的修复。与此同时，私募信贷与另类资管板块反弹，前期流动性担忧有所缓和。
- 10年期美债收益率下降2个基点至4.20%，市场目前对2026年降息的预期已回落至仅一次（25个基点）。油价涨势趋缓后，美元指数两连跌，兑欧元和日元均回吐部分涨幅，市场短线内降低美元避险仓位，静待美联储会议。
- 日本股市偏弱、欧洲股市继续反弹，全球市场开始从“油价恐慌”切换至“央行周定价”。日经225收跌0.09%，市场普遍预计本周日本央行将维持政策利率在0.75%不变。欧洲方面，STOXX 600上涨0.64%，能源、公用事业和银行板块领涨。
- 原油高位震荡、涨势放缓，Brent收于103.42美元/桶，显示市场仍在交易霍尔木兹海峡受扰，但对“最坏情形”的定价边际降温。黄金表现相对平淡，比特币涨0.38%并在震荡中逼近7.4万美元的近期高位。

行业点评

- **中国保险行业（优于大市）- 阳光保险 FY25 NBV 增速强劲，所得税改善提振净利**
阳光保险集团（6963 HK，未评级）披露2025年业绩：净利润同比增长16%至63.1亿元，对应2H25同比提升27%至29.2亿元。净利润增长主要源于新准则下递延所得税一次性调整的带动（2025年所得税支出同比下降79.1%）。税前利润同比下降12%至71.1亿元人民币，主要因2H25财险板块保险服务业绩增长边际放缓。2025年净资产为582亿元，同比下降6.3%，但较上半年环比增长4.2%。加权净资产收益率(ROE)同比提升1.6个百分点至10.5%。2025年全年公司每股股息为0.19元，对应派息率为34.7%。

2025年公司新业务价值同比提升48.2%至76亿元人民币，其中，银保渠道为主要驱动，2025年银保NBV同比增长65%，银保新单保费同比增长69%。寿险合同服务边际释放和合同服务边际余额保持稳健，为未来潜在利润释放

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,869	0.13	0.93
恒生国企	8,827	0.12	-0.98
恒生科技	5,108	-0.08	-7.40
上证综指	4,050	-0.85	2.04
深证综指	2,655	-1.87	4.90
深圳创业板	3,280	-2.29	2.40
美国道琼斯	46,993	0.10	-2.23
美国标普500	6,716	0.25	-1.89
美国纳斯达克	22,480	0.47	-3.28
德国DAX	23,731	0.71	-3.10
法国CAC	7,974	0.49	-2.15
英国富时100	10,404	0.83	4.75
日本日经225	53,700	-0.09	6.68
澳洲ASX 200	8,614	0.36	-1.15
台湾加权	33,837	1.48	16.82

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	50,196	0.46	2.58
恒生工商业	13,680	-0.12	-1.42
恒生地产	20,712	1.46	17.93
恒生公用事业	40,292	0.02	5.96

资料来源: 彭博

奠定空间。2025年寿险合同服务边际释放同比增长16.1%至47亿元，合同服务边际余额同比增长13.3%至576亿元。集团/寿险内含价值同比增长4.3%/2.9%，环比增速略有放缓，主要受2025年投资经验负偏差115亿元的影响（2024年投资经验正偏差为194亿元）。

财险综合成本率同比提升2.4个百分点至102.1%，承保亏损为10.3亿元，主要因公司出于审慎原则，增加对保证保险计提准备金的影响所致（2025年保证险综合成本率为129%）；若剔除该险种，公司综合成本率为98.9%，同比改善1个百分点，对应实现承保盈利4.9亿元。

投资端保持稳健，2025年净/总/综合投资收益率分别为3.7%/4.8%/6.1%，同比变化-0.5/+0.5/-0.4个百分点。总投资资产为6,402亿元，同比增长16.7%，其中核心权益（股票+基金）占比达14.8%，同比提升1.5个百分点，较上市同业处于较高水平。基于彭博一致预期，公司股票目前交易于0.3倍FY26E P/EV和0.6倍FY26E市净率，估值倍数位于上市同业中位。

[\(链接\)](#)

公司点评

■ 腾讯音乐 (TME US, 买入, 目标价: 20.0 美元) - 4Q25 业绩: 加大投入以驱动长期业务增长

腾讯音乐公布4Q25业绩：总营收同比增长16%至86.4亿元，较一致预期高3%，主要得益于非会员音乐业务表现超预期（同比+41%）；非IFRS净利润同比增长9%至24.9亿元，符合一致预期。2025总营收/非IFRS净利润分别同比增长16%/25%至329亿元/95.9亿元。展望FY26，我们预计总营收同比增长10%，其中音乐会会员/非会员收入分别同比增长6%/25%。管理层预计，行业竞争加剧将导致音乐会会员收入短期承压，公司将加大内容与营销投入以巩固核心竞争壁垒。考虑投入增加与竞争加剧，我们下调FY26-27E盈利预测4-10%以及长期现金流的预测。基于DCF估值，我们将目标价由28.0美元下调至20.0美元。维持买入评级。 [\(链接\)](#)

■ 创新实业 (2788 HK, 买入, 目标价: 32 港元) - 2025 年利润同比增长 33%; 派息高于预期

创新实业2025年净利润同比增长33%至27.3亿元人民币，超出我们预期5%，但低于彭博一致预期2%。创新建议派发末期股息每股0.77港元，派息率约为54%，高于我们预期。同时，创新宣布两项关联交易，包括：(1)以5.26亿元人民币收购山东创源（即现有氧化铝业务）剩余41.5%的股权；(2)以10亿元人民币收购一家煤炭开采业务（通辽智慧矿业）。我们认为，从长远来看，创新增加其氧化铝业务的配置是相对合理举措（尽管目前处于下行周期）。然而，我们认为收购煤炭开采业务略有负面，主要由于创新在电解铝的能源结构上已逐步将煤炭发电转向可再生能源发电。尽管如此，鉴于创新强劲的产能增长（沙特项目）以及在中国成本下降的巨大潜力，我们仍维持正面看法。维持“买入”评级，目标价32港元不变（基于2026年预期市盈率13倍）。由于这两项收购需要股东批准，我们尚未对其加入盈利预测。 [\(链接\)](#)

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。