

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- A股探底回升、走势分化，上证指数涨0.24%，创业板指跌0.68%，两市成交额升至约1.92万亿元。有色铝、创新药、商业航天与光纤概念领涨，电力板块明显回调。港股继续承压，恒指跌0.81%，恒生科技指数跌1.84%，南向资金净卖出24.67亿港元。家电、传媒和可选消费等领跌，有色金属、石油石化和医药生物收涨。人民币则在避险美元走强背景下走弱，离岸人民币盘中回落至6.92附近。
- 日韩市场分别下挫2.8%和3%，核心仍是中东局势升级带来的高油价与输入型通胀担忧。欧洲市场则相对抗跌，STOXX 600反弹约0.9%，其中英国、德国和西班牙股市领涨。
- 美股高开低走，标普500跌0.4%，纳指跌0.7%，市场主线仍是“高油价压制风险偏好”。科技股继续承压，费城半导体指数跌超4%，美光跌近10%。金融板块表现较好，黑石涨3.3%，KKR涨2.1%。
- 10年期美债收益率下行近8个基点，2年期收益率下行8.6个基点，显示市场重新押注年内仍有降息可能。宏观方面，鲍威尔表示美联储可以“等待并观察”伊朗战争对通胀和增长的影响，强调当前政策处于合适位置，暗示对能源价格冲击更倾向于先观察其是否演变为更持久的通胀预期上升。市场开始把重心从“油价推升通胀”逐步转向“高油价是否进一步拖累增长”。
- 大宗商品继续围绕中东供给风险定价。WTI原油涨超3%，收于103美元附近；黄金盘中一度较日低反弹3.6%，但收盘基本回到上周五附近，反映避险需求与美元走强相互对冲。除能源外，受中东冶炼产能受损和物流风险影响，LME铝价大涨3.85%，接近四年高位。当前商品市场已从单一的原油冲击，扩散至更广泛的工业品供给扰动。

公司点评

- **极兔速递 (1519 HK, 买入, 目标价: 14.7 港元) - 2025 年盈利超预期; 市场份额进一步扩大**
极兔 2025 年调整后税后利润 (不计金融负债公允价值变动及股份支付费用) 同比增长 112% 至 4.25 亿美元, 分别比我们和彭博社的预期高出 22% 和 16%。这意味着 2025 年下半年调整后利润将达到 2.72 亿美元 (同比增长 151%)。值得注意的是, 新市场的调整后息税前利润在 2025 年转正。强劲的业绩增强了我们对极兔全球增长前景的信心。我们分别上调 2026 / 27 年盈利预测 5% / 9%, 主要由于我们上周东南亚包裹量以及整体单位利润率假设。我们基于分部估值法的目标价从 13.4 港元上调至 14.7 港元。维持“买入”评级, 我们继续看好极兔, 主要由于: (1) 公司在东南亚地区拥有无

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,751	-0.81	-3.43
恒生国企	8,399	-0.65	-5.77
恒生科技	4,690	-1.84	-14.97
上证综指	3,923	0.24	-1.15
深证综指	2,580	0.00	1.92
深圳创业板	3,273	-0.68	2.19
美国道琼斯	45,216	0.11	-5.92
美国标普 500	6,344	-0.39	-7.33
美国纳斯达克	20,795	-0.73	-10.53
德国 DAX	22,563	1.18	-7.87
法国 CAC	7,772	0.92	-4.63
英国富时 100	10,128	1.61	1.98
日本日经 225	51,886	-2.79	3.07
澳洲 ASX 200	8,461	-0.65	-2.91
台湾加权	32,518	-1.80	12.27

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	49,830	-0.18	1.83
恒生工商业	12,843	-1.19	-7.46
恒生地产	19,297	-0.65	9.88
恒生公用事业	39,609	-0.19	4.17

资料来源: 彭博

可比拟的竞争优势和市场份额增长潜力（2025年达到34.4%，同比扩大5.8个百分点）；(2) 巴西和中东等新兴市场拥有巨大潜力。（[链接](#)）

■ **中联重科(1157 HK / 000157 CH, 买入, 目标价: 9.20 港元/12 人民币) - 2025年盈利同比+36%符合预期; 4Q25海外收入大增60%**

中联重科预计2025年净利润同比增长36%至48亿元人民币，比我们预期高出2%，与彭博共识预期一致。这意味着4Q25净利润同比增长超过1.2倍。4Q25海外收入同比增长60%至92亿元人民币（较3Q25 34%增速加快），约占总收入的62%。中联重科宣布派发末期股息每股0.2元人民币，加上此前派发的每股0.2元人民币的中期股息，全年派息率为72%。我们继续看好中联重科凭借其全系列产品积极拓展海外市场的策略。我们维持中联重科A/H的目标价12.0元人民币/9.2港元不变（基于2026年A股预测市盈率18.6倍和H股30%的折让）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **正力新能(3677 HK, 买入, 目标价: 18 港元) - 2H25业绩强劲, 销售前景向好**

2H25盈利超预期: 正力2H25收入同比激增50%至49亿元，毛利率再次达到历史新高至18.7%，比我们预测高出0.6个百分点。销管研三项费用率合计仅为9.4%，远低于我们预测的12.9%。即使考虑了固定资产减值2.36亿元，正力2H25税前利润3.96亿元仍比我们预测高出5%。

新订单或优于预期: 管理层对2026年电池出货量增长更加乐观，并给出了新的指引: 超过30GWh（高于2025年8月时的30GWh），因其在2025年赢得了32款新车型的定点。公司还预计，随着新产能的释放，储能业务今年将占总出货量的10-15%。因此，我们将2026年电池出货量预测从30GWh上调至33GWh。我们认为，公司更为激进的产能扩张可能意味着其订单储备比我们此前预期的更为坚实，我们将2027年出货量预测从45GWh上调至50GWh。

卓越的运营费用控制将抵消潜在的毛利率压力: 我们认为，在原材料成本上涨、中国新能源汽车市场竞争加剧以及当前地缘政治紧张局势下，电池制造商今年可能面临更大的毛利率压力。我们相信，正力严格的运营费用控制和更好的规模经济效应可以抵消毛利率下行的压力。我们保守预计2026年毛利率同比收窄1.5个百分点至16.9%，但同时销管研发费用率将下降2.7个百分点至8.5%。我们将2026年和2027年的净利润预测分别上调7%和10%至14.6亿元和20.7亿元。维持买入评级，目标价18港元，基于20x FY27E P/E。（[链接](#)）

■ **时代天使(6699 HK, 买入, 目标价: 97.89 港元) - 业绩超预期, 海外增长动能强劲**

时代天使公布了强劲的2025财年业绩，营收同比增长37.8%至3.7亿美元，归母净利润同比增长134.7%至2,843万美元，分别超出我们预期9%和140%。总达成案例数同比增长48.1%至53.24万例。强劲的业绩表现主要

得益于海外市场的快速扩张以及国内市场份额的持续提升。得益于全球经营杠杆的释放以及海外生产工厂的投产成本进度延迟，公司盈利能力显著改善。尽管我们预计强劲的案例数增长势头将延续至 2026 年，但短期利润率可能面临海外产能爬坡和知识产权诉讼成本攀升的影响。因此，我们预计 2026 年营收将同比增长 21.4%，但归母净利率将从 7.7% 降至 7.0%。

海外业务仍是核心增长引擎，盈利能力显著改善。 2025 财年，海外营收同比增长 102.5% 至 1.6 亿美元，达成案例数同比增长 82.1% 至约 25.62 万例，表明海外平均售价 (ASP) 有所提升。经调整经营亏损同比收窄 64% 至 1,054 万美元，主要得益于全球销售网络日趋成熟带来的经营杠杆效应，以及海外生产工厂的投产成本进度延迟。我们预测 2026 年海外案例数将增长 33%。尽管巴西和东南亚医学设计中心的产能爬坡以及美国新工厂的建设将带来暂时的利润率压力，但这些本地化供应链的布局对于长期的全球扩张和经营韧性至关重要。

国内业务表现出韧性，竞争格局趋于理性。 2025 财年，国内营收同比增长 10.1% 至 2.1 亿美元，达成案例数同比增长 26.3% 至约 27.62 万例，超出我们的预期。国内业务的增长主要得益于市场份额的持续获取，尤其是在下沉市场和青少年/儿童细分市场。得益于生产效率提升以及规模效应，国内毛利率提升了 2 个百分点至 65%，有效对冲了 ASP 的下行压力。我们认为，稳健的国内业绩表明中国市场的竞争可能趋于缓和，这可能是由于中小品牌的退出和行业整合的持续推进。

知识产权 (IP) 诉讼仍是 2026 年需密切关注的压制因素。 尽管由 Align Technology 发起的持续专利诉讼在 2025 年对公司财务的影响相对有限，但随着诉讼流程的推进，我们预计 2026 年公司的法律费用将会上升。潜在的禁令或其他不利裁决可能会给海外增长带来不确定性，并拖累短期盈利能力。

维持“买入”评级。 我们维持“买入”评级，并将 2026 年盈利预测上调 10.8%，以反映超预期的 2025 财年业绩。基于 SOTP 分部估值法，参考相关可比公司，我们给予国内业务 18 倍的 2026 年目标市盈率 (P/E)，给予海外业务 5 倍的 2026 年目标市销率 (P/S)，目标价为 91.89 港元。 ([链接](#))

■ **比亚迪电子 (285 HK, 买入, 目标价: 35.80 港元) - 预计 2026 年增长动力包括苹果折叠屏、汽车业务和 AI 服务器产品上量。**

比亚迪电子 2025 年盈利同比下降 18%，主要受毛利率降低和 2025 年下半年主要安卓客户需求疲软拖累，而营收增长 (同比+1%) 基本符合预期。展望 2026 年，管理层指引营收稳定，主要增长动力将来自智能手机组件 (高端/折叠屏)、汽车业务单车价值量提升，以及强劲的 AI 服务器业务 (液冷)。综合考虑 2025 年业绩、OEM 业务疲软及毛利率较低等因素，我们将 2026-2027 年每股收益预测下调 9-16%。我们基于分部估值法的新目标价为 35.80 港元，对应 16.1 倍 2026 年预测市盈率。维持“买入”评级。近期催化剂包括 iPhone 折叠屏、AI 服务器产品获取客户订单以及盈利复苏。 ([链接](#))

- **华润饮料 (2460 HK, 买入, 目标价: 11.09 港元) - 预计业绩 26 年触底**
华润饮料 2025 财年收入同比下降 18.6% 至 110 亿元, 分别低于彭博一致预期、招银国际预测 3%、4%; 净利润同比下滑 39.8% 至 9.9 亿元, 低于彭博一致预期及招银国际预测 7%, 主要由于包装水销量低迷及大额营销投放所致。我们预计公司 2026 财年业绩将触底, 基于: 1) 除了销售端以外, 正在进行的总部深度改革和研发体系的重构让我们对改革深度和成果更有信心; 2) 2M26 动销呈现正增长, 后续月份基数更低。后续需重点关注公司旺季经营表现及 PET 价格走势。管理层公布股票增持计划, 亦彰显对公司发展的充足信心。我们维持买入评级, 目标价下调 6% 至 11.09 港元, 以反映汇率变动及业绩下修 (2026-2028 财年净利润预测下调 5%-9%)。新目标价对应 1.0 倍 2026/2027 财年平均 PEG, 及 20 倍 2026E P/E

改革推进细节进一步明朗, 提振我们对改革效果的信心。除此前报告提及的渠道扁平化、向一线人员下放决策权的激励机制优化外, 管理层在业绩会上还提出: 1) 总部深度架构调整; 2) 研发体系重构。我们认为这是积极信号: 总部深度调整体现新任管理层扭转公司经营的决心, 研发体系重构则表明公司正视产品短板, 为后续改善奠定基础。我们观察到 2025 财年公司行政人员减少 20 人 (同比下降 8%), 研发人员增加 38 人 (同比增长 63%), 显示改革正积极推进。

2026 财年重回增长确定性较高。公司短期目标为包装水恢复稳健增长、饮料业务增速回归 2025 年上半年水平 (约 20%), 并力争 2026 财年饮料收入贡献达 15%。2026 年前两个月, 公司动销数据同比改善, 出货量实现正增长。鉴于一季度高基数、后续基数更低, 2026 财年重回增长的确定性较高。

后续关注点: 1) 紧密跟踪旺季动销表现。当前处于淡季, 旺季表现更具指示意义; 2) PET 价格走势。公司表示已积极锁定低价原材料, 可保障 1-2 个季度不受 PET 价格波动影响, 但若后续 PET 价格持续波动, 仍将对成本端构成压力。 ([链接](#))

- **中国财险(2328 HK, 买入, 目标价: 20 港元) - 非车 COR 有进一步改善空间**
中国财险公布 2025 年业绩, 归母净利润同比增长 25.5% 至 404 亿元, 略低于我们预期 (413 亿元) 约 2%, 其中下半年净利润增速放缓至 16.3% (1H25: +32.3%)。承保盈利同比提升 1.19 倍至 125 亿元, 主要得益于下半年 COR 收窄带动承保亏损在去年同期高基数基础上下降的影响。承保综合成本率为 97.5%, 同比改善 1.3 个百分点 (较我们的预期 96.6% 高 0.9 个百分点), 其中车险/非车险综合成本率分别为 95.3%/100.8%, 同比下降 1.5/1.0 个百分点, 符合/未达到管理层给定 <96%/<100% 的指引目标。我们估算在中国会计准则(CAS)下, 第四季度综合成本率同比上升 2.5 个百分点至 101.9%, 较 3Q25 的 97.7% 进一步上行。总投资收益同比增长 12.8% 至

386 亿元，主要来自 TPL (53 亿元人民币) 和 OCI 债权 (7 亿元人民币) 资产的已实现收益。总投资收益率同比提升 0.1 个百分点至 5.8%。公司全年加大权益资产配置，核心权益类占比提升至 16.5%，同比+5.3 个百分点。截至 2025 年末，TPL/OCI 股票规模同比增长 2.28 倍/41%，占比提升至 36%/64% (2024: 20%/80%)

每股股息为 0.68 元人民币，同比增长 25.9%，派息率为 37.5% (FY24: 37.3%)。考虑承保保费增速放缓以及 25 年非车综合成本率未达指引，我们将 2026-2027 年综合成本率预测调整为 97.0%/96.3% (前值: 96.2%/95.6%)，其中，车险综合成本率维持不变 (FY26/27E: 95.1%/95.0%)，非车险综合成本率上调至 99.9%/98.2% (前值: 98.1%/96.8%)。我们小幅下调盈利预测 (1-2%)，并将目标价下调至 20 港元，对应 1.3 倍 FY26E P/B，维持“买入”评级。公司股价当前交易于 0.93 倍 FY26E P/B。 ([链接](#))

■ 博泰车联 (2889 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 200 港元) - 智能座舱驱动的 AI 先驱

凭借软硬一体方案、海外扩张及产品结构优化，博泰座舱收入增速有望超越行业。公司为中国第三大智能座舱域控制器供应商，依托高通、华为深度合作，已成为基于骁龙/麒麟平台的智能座舱解决方案领导者。灼识咨询预计 2024-29 年中国智能座舱行业收入 CAGR 为 18.4%，我们预计博泰增速显著领先，原因：1) 软硬一体方案通过华为、理想等头部企业合作快速迭代，助力获取行业跟随者的高毛利订单；2) 获韩国车企全球车型订单，打开利润率更高的海外市场；3) 基于在手订单及平台升级，高端域控制器销量增速将快于中低端产品。

新客户订单增强收入增长与利润率提升可见性。我们估算自 4Q25 获得全生命周期新订单近 150 亿元 (含韩国车企、保时捷及头部中国新能源车企)，预计 2026-27 年硬件收入中分别约 25%/60% 来自新客户。

AI 业务价值或被低估。我们预测 2026/2027 年 AI 应用收入达 7 亿/12 亿元 (主要来自 AI 盒子及 AI 驱动的数据服务)，该业务价值或被低估。鉴于与华为紧密合作，博泰作为优质华为概念股，合作或带来超预期业务突破。

盈利预测/估值。我们预测 2025-27 年收入同比增 39%/65%/46% 至 35 亿/58 亿/85 亿元，主要受高端域控制器销量三年 CAGR 48% 及平均售价 CAGR 24% 驱动。受益收入快速增长及利润率提升，我们预计调整后营业利润 (不含股份支付) 将于 2026 年转正，2027 年调整后净利润达 2.62 亿元。首予买入评级，目标价 200 港元，基于分部估值法 (智能座舱业务: 2x FY27 P/S + AI 应用业务: 10x FY27E P/S)。 ([链接](#))

■ **中国生物制药 (1177 HK, 买入, 目标价: 8.70 港元) - 创新药收入占比近半, 全球化布局提速**

中国生物制药公布 25 年业绩, 收入同比增长 10.3% 至 318.3 亿元, 其中创新产品收入同比增长 26.2% 至 15.2 亿元, 占总收入的 47.8% (vs 2023 年的 37.8%); 经调整归母净利润同比增长 31.4% 至 45.4 亿元, 若剔除科兴中维的分红, 经调整归母净利润仍同比增长 15%。公司的 25 年收入比我们/ 彭博一致预期分别低 7.4%/ 3.9%, 经调整归母净利润比我们/ 一致预期分别低 27.5%/ 9.0%, 主要由于礼新医药从 Merck 获得的 3 亿美元里程碑付款未按预期计入 25 年收入。随着仿制药收入企稳以及创新药销售持续发力, 我们认为 26 年公司业绩将继续稳健增长。

创新研发进入收获期, 管线价值持续兑现。25 年公司迎来 4 个创新产品获批上市, 包括全球首个 CDK2/4/6 抑制剂库莫西利、全球首款高选择性 HER2 TKI 宗艾替尼、国内首款 24h 长效的非甾体抗炎药美洛昔康注射液(II)、以及首个国产重组人凝血因子 VIIa N01。此外, 安罗替尼年内获批 4 个适应症, 均为一线适应症, 与贝莫苏拜单抗 (PD-L1) 形成协同矩阵, 有望进一步释放销售潜力。公司在研创新药数量庞大, 仅肿瘤领域就有 39 个处于临床阶段, 其中包括多个具有全球 FIC 或 BIC 潜力的重磅资产, 如 EGFR/c-Met 双抗 TQB2922、Claudin 18.2 ADC LM-302、CCR8 单抗 LM-108 等。此外, 在肝病/代谢、呼吸/自免及镇痛领域也均有多个创新药处于 III 期临床。管理层目标在 26-28 年获批上市近 20 款创新产品和新适应症。

对外合作实现重大突破, 创新研发能力显著加强。26 年 2 月公司与赛诺菲达成全球独家许可协议, 以 1.35 亿美元首付款, 13.95 亿美元开发、监管和销售里程碑以及最高双位数销售提成授予赛诺菲罗伐昔替尼 (全球首个获批的 JAK/ROCK 双靶点抑制剂) 全球开发及商业化权益, 是公司研发国际化的重要里程碑。此外, 公司完成两项重磅收购: 25 年 7 月以不超过 9.5 亿美元全资收购礼新医药, 获得抗体及 ADC 技术平台; 26 年 1 月以 12 亿元收购赫吉亚, 补齐小核酸技术短板。管理层表示对外授权将是未来公司 BD 工作的核心目标。考虑到公司丰富的创新药管线, 我们预计公司的对外授权有望持续落地, 进一步增厚公司的业绩。

2026 年将迎来多个重要数据读出。公司将在 2026 年继续披露多个重要临床数据, 特别值得关注的包括: 1) AACR 会议披露 PD-1/VEGF 双抗 LM299 治疗晚期实体瘤的 I 期数据; 2) ESMO 会议公布 EGFR/c-Met 双抗 ADC TQB6411 治疗晚期恶性肿瘤的 I 期数据; 3) AHA 会议披露 APOC3 siRNA Kylo-12 治疗严重高甘油三酯血症的 I 期数据。

维持“买入”评级。基于 DCF 的目标价从 9.40 港元下调至 8.70 港元 (WACC: 10.01%, 永续增长率: 2.0%, 维持不变), 以反映我们对于非 BD 收入的预期下调。我们预计公司 2026E/27E/28E 收入同比增长 13.5%/7.1%/9.2% (非 BD 收入: 10.5%/10.0%/9.2%), 经调整归母净利润同比增长 5.4%/8.3%/10.5%。 ([链接](#))

■ **中国人寿(2628 HK, 买入, 目标价: 33 港元) – 4Q 净亏损受公允价值波动拖累; DPS 小幅超预期**

中国人寿公布 2025 年业绩, 归母净利润同比增长 44.1% 至 1,540 亿元; 其中 4Q25 净亏损 137 亿元, 主要受股债市波动下公允价值波动的拖累。净资产同比增长 16.8% 至 5,952 亿元, ROE 同比提升 6.2 个百分点至 27.8%。每股股息为 0.86 元, 同比增长 31.7%, 略高于我们预期, 对应派息率 15.7% (2024 年: 17.2%)。盈利归因来看, 公司 2025 年净投资服务业绩同比 +31% 至 1,239 亿元, 得益于来自 TPL 已实现收益 1,210 亿元(FY24: -280 亿元), 部分抵消 OCI 债权受利率上行导致已兑现收益的下滑(同比-69%)和 TPL 资产公允价值变动(同比-46%)。4Q25 净投资服务业绩为-201 亿元(FY24: 230 亿元), 主要受 4Q25 股债市波动导致公允价值下滑的影响。保险服务业绩同比增长 132% 至 649 亿元, 主要受 2H25 长端利率企稳回升, VFA 合同负债折现率回暖, 带动亏损合同转回下降, 2025 年亏损合同确认及转回为 49.8 亿元(FY24: 390.4 亿元), 保险服务费用同比下降 17.6% 至 1,487 亿元。

新业务价值同比增长 35.7% 至 458 亿元, 得益于个险 (+25.5%, 占比 86%) 和银保及其他渠道 (+1.69 倍, 占比 14%) 的双轮驱动。内含价值同比增长 4.8% 至 1.47 万亿元, 小幅低于预期, 其中, 投资经验偏差贡献 673 亿元, 部分被债市公允价值浮亏导致的市场价值调整(-962 亿元) 抵消。总投资资产同比增长 12.3% 至 7.42 万亿元; 其中固收/核心权益资产 (股票+权益型基金) 占比 70.4%/16.9%, 截至 2025 年末, 公司核心权益资产持仓规模超过 1.2 万亿元, 2H25 加仓 2,860 亿元公开市场权益资产; OCI 股票持仓规模同比 +2.86 倍至 2,324 亿元, 推动 OCI/TPL 股票占比提升至 28%/72%(FY24: 12%/88%)。公司持续加大高股息配置力度并加强成长股赛道研究, 预计未来权益投资收益对估值及业绩的弹性将进一步加大。

维持“买入”评级, 我们将预测向前滚动至 2028 年, 小幅上调目标价至 33 港元 (前值: 31 港元), 对应 0.52 倍 FY26E P/EV。公司股价当前交易于 0.4 倍 FY26E P/EV。 ([链接](#))

■ **中国平安(2318 HK, 买入, 目标价: 90 港元) – 集团 OPAT 重回双位数增长; CSM 有望于 2026 年回归正增长轨道**

中国平安公布 2025 业绩, 集团归母营运利润重回双位数增长, 同比上升 10.3% 至 1,344 亿元, 其中 4Q25 同比增长 35.3%。集团归母净利润同比增长 6.5% 至 1,348 亿元, 非经营性项目包括: 1) 短期投资波动 +90.6 亿元 (FY24: -39 亿元); 2) 因子公司并表、出售汽车之家及 H 股可转债估值上升带来的一次性损失合计 86 亿元。分板块来看, 2025 年寿险及健康险、财产险、平安银行、资管板块营运利润同比分别 + 2.9%/+13.2%/-4.2%/+68.2%, 金融科技板块扭亏实现营运利润 2.49 亿元, 资管板块减值计提的拖累持续收窄。每股股息同比增长 5.9% 至每股 2.7 元, 符合市场一致预期, 派息率为 36.4% (FY24: 37.9%)。

寿险及健康险：新业务价值同比增长 29.3% 至 369 亿元，其中银保渠道新业务价值同比提升 138% 至 94 亿元，占比达 25.5%。从盈利归因来看，2025 年寿险及健康险 OPAT 同比增长 7.5% 至 1,033 亿元，2H25 同比增长 12.5% 至 486 亿元，得益于营运偏差改善和投资收益提升的双向驱动。其中，营运经验偏差同比增长 17% 至 94 亿元，体现公司精细化费用管控实现降本增效；投资服务业绩同比增长 55.5% 至 273 亿元，2H25 同比增长 101%。合同服务边际摊销 682 亿元，同比下降 4.2%，2H25 降幅收窄至 3.0%（1H25: -5.2%）。2025 年寿险合同服务边际余额同比小幅下降 0.8%，逐步迈入正增长轨道。管理层表示，若剔除考虑利率波动的影响，CSM 余额 2025 年已实现同比正增长。我们预计合同服务边际余额将在 2026 年重回正增长轨道，支撑合同服务边际摊销于 2H26E 实现正增长。

财产险：2025 年综合成本率下降 1.5 个百分点至 96.8%；其中车险/非车综合成本率 95.8%/99.1%，同比下降 2.3 / 0.8 个百分点，得益于车险费用优化及保证险实现承保盈利的带动。车险/非车险原保险保费收入同比增长 3.2%/14.5% 至 2,300 亿元/1,130 亿元。财产险净利润同比下降 2.8% 至 145 亿元，主要受总投资收益在高基数下回落的影响。展望未来，我们预计平安产险仍将是集团营运利润增长的核心驱动力，非车综合成本率有望在行业综合治理背景下进一步改善。

投资：2025 年总投资资产达 6.5 万亿元，同比增长 13.2%；核心权益资产（股票 + 权益基金）规模 1.24 万亿元，同比大增 118%，占比 19.2%（FY24/1H25: 9.9%/12.6%）。2H25 平安增持 TPL/OCI 股票 1,920 / 1,170 亿元，OCI/TPL 占比达 57%/43%（1H25: 65%/35%）。权益敞口提升体现公允价值浮盈，综合投资收益在高基数上同比增长 22% 至 3,250 亿元。

估值：维持买入评级，目标价 90 港元（不变），对应 0.9 倍 FY26E P/EV 和 1.2 倍 FY26E P/B。公司股价当前交易于 0.6 倍 FY26E P/EV 和 0.9 倍 FY26E P/B。 ([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个月内与本报告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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。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。