

# 每日投资策略

## 公司点评

### 全球市场观察

- 3月23日A股大跌，上证综指下跌3.63%，创业板指下跌3.49%。所有板块普跌，中东局势升级与油价冲击主导定价，市场转向系统性去风险。港股同样承压，恒生指数下跌3.54%，恒生科技指数下跌3.28%，科技股与保险股领跌。南向资金全天净买入297.28亿港元，显示内地资金在急跌中积极抄底。人民币方面，避险美元走强拖累亚洲货币，人民币在6.89附近震荡。
- 日韩股市受中东冲突和能源供应担忧拖累，韩国综指和日经225分别下跌6.5%和3.5%。欧洲则出现剧烈波动，STOXX 600开盘一度跌逾2%，收盘反而转涨0.6%，市场在特朗普宣布推迟对伊朗能源基础设施打击后，迅速削减对欧央行和英央行加息的极端押注。
- 美股显著回升，标普500上涨1.15%，纳指上涨1.38%。特朗普宣布与伊朗谈判进展良好，油价暴跌触发风险偏好修复，美股大幅反弹。盘面上，航空、邮轮、房屋建筑等对油价敏感的板块反弹更明显，而能源股因油价大跌而跑输。
- 美国10年期国债收益率回落至4.36%左右，2年期和10年期收益率均较盘中高位回落4-5个基点；美元指数转跌，欧元一度升破1.158。芝加哥联储主席古尔斯比已开始警告可能需要加息以应对高企的通胀，未来联储政策仍将视能源与地缘风险演进情况。
- 在特朗普TACO后，国际油价大幅回落，布伦特原油跌10.9%至99.90美元/桶。此前被抛售的黄金则出现低位修复，金价一度跌至4,100后重回4,400大关。加密货币市场表现坚挺，比特币站回7万美元大关。

### 招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

#### 环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,382	-3.54	-4.87
恒生国企	8,308	-3.11	-6.80
恒生科技	4,712	-3.28	-14.57
上证综指	3,813	-3.63	-3.92
深证综指	2,481	-4.19	-1.98
深圳创业板	3,235	-3.49	1.00
美国道琼斯	46,208	1.38	-3.86
美国标普500	6,581	1.15	-3.86
美国纳斯达克	21,947	1.38	-5.57
德国DAX	22,654	1.22	-7.50
法国CAC	7,726	0.79	-5.19
英国富时100	9,894	-0.24	-0.37
日本日经225	51,515	-3.48	2.34
澳洲ASX 200	8,366	-0.74	-4.00
台湾加权	32,723	-2.45	12.98

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	47,841	-4.80	-2.23
恒生工商业	12,809	-2.87	-7.70
恒生地产	19,344	-3.83	10.14
恒生公用事业	39,294	-2.85	3.34

资料来源: 彭博

## 公司点评

### ■ 众安在线 (6060 HK, 买入, 目标价: 18 港元) - 2H25 盈利走弱; 众安银行首次实现全年盈利

众安在线 2025 年归母净利润同比大幅增长 83% 至 11.02 亿元, 低于我们的预期的 12.09 亿元, 其中 2H25 归母净利润同比下降 21% 至 4.34 亿元。经调整后净利润 18 亿元, 同比增长 198%, 调整项主要为集团对下属合营公司众安国际前期出资的一次性减值损失(6.98 亿元)加回的影响。2025 年承保综合成本率 (COR) 同比改善 1.1 个百分点至 95.8%, 优于我们的预期 96.6%, 主要得益于健康险和车险板块承保盈利表现强劲, 综合成本率分别为 92.1% 和 93.1%, 同比下降 3.6/1.1 个百分点。总保费同比增长 6.9% 至 357 亿元, 其中, 车险 (+35%) 和健康险 (+23%) 是保费增长主要驱动。众安银行实现首次全年盈利 1,727 万港元, 其中 1H25 净利润 4,900 万港元, 2H25 净亏损 3,173 万港元。从收入结构上看, 2025 年众安银行的净收入 8.92 亿港元 (+62.7%), 成本收入比受规模效应的影响同比改善 32 个百分点至 77.7%, 实现营运利润转正。2025 年 7 月, 公司进行 5 亿美元 H 股配售, 进一步优化资本结构, 带动全年资产负债率同比下降 8.3 个百分点至 45.5%。

展望 2026 年, 我们认为健康险和车险仍将是驱动公司承保盈利和保费收入增长的两大主要生态, 消金业务规模收缩有望持续, 我们下调 FY26/27E 综合成本率预期至 95.6%/95.4% (前值: 96.5%/96.4%), 对 FY26/27 总保费增速预测下调至 +8%/+7% (前值: +10%/+10%)。我们基于分布估值法得出新目标价 18 港元, 对应 1.1 倍 FY26E 市净率。公司当前股价交易于 0.74 倍 FY26E, 近 3 年均值-1 个标准差(0.73 倍)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

### ■ 绿城服务 (2869 HK, 买入, 目标价: 6.55 港元) - 提效成果持续释放

绿城服务 2025 财年实现净利润 8.80 亿元人民币, 同比增长 12.1%, 较彭博一致预期低 6.3%, 与我们的预测基本吻合。核心经营利润 (毛利扣除销售及管理费用) 同比增长 24.6%, 显著高于管理层前期 15% 的业绩指引, 主要得益于公司持续推进降本增效。公司在分析师沟通会上披露 2026 财年核心经营利润指引同比增长超 15%, 并将持续深化效率提升、维持高分红比例, 会后公司股价上涨 6.5%。我们维持“买入”评级, 基于 2026 年预测市盈率 18 倍, 将目标价下调 1% 至 6.55 港元。目标 P/E 倍数由 22 倍下调至 18 倍 (折让约 20%), 以反映新房销售疲软带动新交付项目空置率上行, 我们判断该因素中期将对行业物业费收缴率形成压制。

公司降本增效成效突出。2025 财年, 效率优化举措推动毛利率同比提升 0.5 个百分点至 17.3%, 销售及管理费用率同比下降 0.9 个百分点至 7.5%, 两项合计节约成本 2.63 亿元, 贡献核心经营利润增量的 70%。核心经营利润同比大增 24.6% 至 18.78 亿元人民币, 大幅超越管理层指引。该盈利表现为公司同比大幅增长 121% 的大额减值计提提供了充足空间, 最终实现净利润同比增长 12.1%, 净利率同比提升 0.2 个百分点。我们认为该趋势具备持续性, 公司盈利改善并非依赖简单人员缩减, 而是通过精细化管理、跨项目协同、科技赋能及聚焦高质量业务实现综合提效。2025 财年公司员工规模同比增长 7%, 人均净利润同比提升 5%。

新交付项目空置率获为行业核心关切。公司未披露综合物业费收缴率，我们测算显示收缴率小幅下行；公司提及 2025 财年新交付项目空置率走高，主要受商品房销售放缓拖累，进一步加剧市场担忧。与此同时，公司净新增在管面积中关联方贡献占比由 2024 财年的 19% 提升至 2025 财年的 27%。我们预计新房销售疲弱引发的高空置率格局未来 1-2 年仍将延续，且短期缺乏有效化解方案。新交付项目物业费收缴压力或将持续显现，成为行业未来核心拖累因素，进而压制行业中期增长中枢。

公司 2026 财年业绩指引超出市场预期。管理层指引 2026 财年核心经营利润同比增长超 15%，毛利率进一步提升 0.5 个百分点，管理费用率再下降 0.5 个百分点，打开市场对公司效率提升的预期空间。叠加公司表态将维持高分红比例，分析师沟通会后公司股价上涨 6.5%，同期恒生指数下跌 3%。  
([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个月的潜在涨幅在-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定。

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上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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定。

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商投资者

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来进行交易。

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编制的报告。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。