

# 每日投资策略

## 公司点评

### 全球市场观察

- 周四（3月27日）中国股市反弹。港股医疗保健、必选消费与能源板块领涨，原材料、资讯科技与地产建筑板块下跌。A股医疗、半导体与化工涨幅居前，消费者服务、有色金属与钢铁板块下跌。中概股上涨连续跑赢美股大盘。国债期货下跌，国债收益率小幅上升，人民币反弹。中国汽车与零部件出口约相当于GDP的1.3%，对美国汽车与零部件直接出口约相当于GDP的0.1%，特朗普汽车关税对中国经济直接影响较小。但如果特朗普开启全球贸易战，那么将打击全球经济与需求，显著影响中国商品出口。在中美元首可能于6月会面之前，特朗普可能使用极限施压策略，令市场阶段性承压。中国可能已预备对冲政策，但不会先于外部冲击出台。
- 欧洲股市下跌，信息技术、原材料与医疗保健领跌，公用事业与必选消费等防御性板块上涨。特朗普汽车关税对欧盟汽车公司影响较大，汽车股重挫，但法拉利上涨，该公司议价能力相对更强，计划将美国市场部分汽车零售价上调至多10%。市场对贸易战担忧上升，资金流入避险资产与防御性板块，欧债收益率下降。欧元反弹，特朗普一对多贸易战对美国经济的负面影响超过对欧元区影响。
- 美股再次下跌，能源、通讯服务与信息技术跌幅居前，必选消费与医疗保健等防御性板块上涨。特朗普汽车关税对大众、现代-起亚、丰田等在美销售高度依赖进口的车企影响相对较大，对特斯拉和福特等在美国销售高度依赖本地生产的车企影响相对较小。特朗普威胁称如果加拿大与欧盟联合对抗，将进一步提高关税水平，贸易战升级风险打击推升市场避险情绪。美国去年第四季度GDP增速上修至2.4%，核心PCE价格增速下修至2.6%。2月待售房屋签约量环比增长2%高于预期，扭转了1月4.6%的跌势。但特朗普不确定性打击市场情绪与企业信心，推升家庭通胀预期，软数据开始明显走弱。里士满联储主席称美联储将等待不确定性尘埃落定后再行动。投资者关注本周五公布的2月PCE通胀及密歇根大学消费者信心终值。美债收益率涨跌互现，美元指数回落，但美元对日元升至接近年内高位，特朗普关税冲击和近日本央行行长鸽派言论打击日元。
- 油价上涨，美国库存大幅下降，但贸易战将削弱全球经济与原油需求前景，可能抑制油价涨幅。避险情绪推升金价。铜价下跌，部分资金获利了结。

### 公司点评

- 潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入, 目标价: 18.00 港元/18.70 元人民币) - 2024年发动机利润率强劲扩张; 55%的派息比率创历史新高**  
 潍柴动力2024年净利润同比增长27%至人民币114亿元,符合我们的预期。2024年四季度净利润同比增长19%至人民币30亿元,尽管收入同比持平,但销售和研发费用同比下降28%/13%。潍柴动力拟派发末期股息每股0.347

### 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	23,579	0.41	38.31
恒生国企	8,678	0.27	50.43
恒生科技	5,589	0.29	48.48
上证综指	3,374	0.15	13.41
深证综指	2,045	-0.07	11.25
深圳创业板	2,145	0.24	13.41
美国道琼斯	42,300	-0.37	12.23
美国标普500	5,693	-0.33	19.36
美国纳斯达克	17,804	-0.53	18.60
德国DAX	22,679	-0.70	35.38
法国CAC	7,990	-0.51	5.92
英国富时100	8,666	-0.27	12.06
日本日经225	37,800	-0.60	12.96
澳洲ASX 200	7,969	-0.37	4.98
台湾加权	21,952	-1.39	22.42

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	39,124	0.22	31.19
恒生工商业	13,800	0.51	49.46
恒生地产	15,793	-0.36	-13.83
恒生公用事业	34,842	1.20	5.99

资料来源: 彭博

元人民币，加上中期股息，意味着全年派息率达 55%（高于 2023 年的 50%），创历史新高。我们将 2025 年/26 年盈利预测上调 9%/11%，主因发动机利润率假设上调。我们认为潍柴动力的股价催化剂包括：（1）新补贴政策推动重卡需求复苏；（2）数据中心发动机强劲增长；（3）凯傲集团（KGX GR，未评级）可能被重估。我们将基于 SOTP 的 A/H 目标价分别上调至 18.7 元人民币/18.0 港元（前值：17.9 元人民币/17.7 港元）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **京东方精电（710 HK，买入，目标价：9.63 港元） - 2024 收入强劲但被利润率疲弱拖累；系统产品和海外扩张为成长动力**

京东方精电 2024 年收入同比强劲增长 25%，受汽车显示器（LTPS/Oxide/OLED）、汽车显示系统（智能/座舱）和海外市场订单（美国/日本/韩国同比增长 47%/50%/24%）驱动，但净利润下降主因产品组合变化、定价压力、库存成本上升和政府补助减少。展望 2025/2026，作为全球第一大汽车显示屏供应商，公司将专注于多重增长动力：1）系统级产品扩展（智能座舱/AI）；2）成都产能支撑高端汽车显示爬坡（LTPS/Oxide/OLED）；3）海外订单获取（特别是欧洲、日本、韩国）；以及 4）人工智能/汽车显示技术的研发投资。我们将 FY25-26E 每股收益下调 8%/1%，以反映 FY24 业绩和较慢的利润率修复。我们认为京东方精电将持续受益于强大的产品线和海外市场扩张。维持“买入”评级，新目标价为 9.63 港元（前值：10.48 港元），仍基于 15 倍 2025 年预期市盈率。（[链接](#)）

■ **海底捞（6862 HK，买入，目标价：20.20 港元） - 开店或加速，利润率有望改善**

2025 财年门店扩张有望加速。海底捞在 2024 财年新开 59 家直营店和 3 家加盟店，但同期也关闭了 70 家门店，导致净减少 19 家，略高于我们此前预期。不过，我们认为 2025 财年的趋势可能会有所改善。虽然管理层维持了较为保守的开店指引（门店数量同比中单位数的增长，约 60-70 家），但预计关店数量将减少（我们预计约 20 家），因此 2025 财年的净新增门店数或达到 40 家，同比增长约 3%。更重要的是，我们看好“红石榴”计划，该计划旨在鼓励现有的海底捞店长以其他品牌开设更多新餐厅。截至 2024 年，已有 11 个新品牌的 74 家门店落地，管理层预计在 2025 财年上半年还将推出 3-4 个新品牌。我们认为在 2024 财年已成功奠定基础的情况下（建立了激励体系、完善供应链以及加强选址能力等），未来这些新品牌有望加速扩张。其中，“宴请烧烤”表现突出，单店月销售额超过 80 万元人民币，目前 40 家门店中大部分已实现盈亏平衡。

2025 财年业绩改善的主要推动力是利润率提升。尽管门店扩张有望提速，但我们预计同店销售仅会保持温和增长（即便 2025 年 1-2 月同店销售录得低单位数下降），主要受益于单价的回升（自 24 年底起部分菜品提价、折扣力度及产品组合改善等）以及翻台率稳定回升至 4.1-4.2 次/天（新开门店的翻台率复苏表现良好）。毛利率方面，我们预计在 2025 财年至少可保持稳定（供应链能力进一步提升，原材料价格锁定比例提高），而经营利润率则有望改善，这主要受益于员工成本优化，包括更多多店管理模式的应用（目前已有 121 位店长管理多家门店，且这些门店的评级均有提升）以及数字化和 AI 应用（提高排班效率和生产力等）。综合来看，我们预测 2025 财年销售增长 4%，净利润增长 10%。

维持“买入”评级，上调目标价至 20.20 港元（前值：15.94 港元）。我们下调了 2025 财年/ 2026 财年净利润预测 10%/ 14%，以反映高于预期的关店数量及更为保守的同店增长假设，但毛利率表现远优于预期。现价估值不高，对应 16 倍的 2025 财年预测市盈率，加上 6% 的股息率，防御性较高。我们认为海底捞可能迎来门店扩张加速并具备估值重估的潜力，因此，维持“买入”评级，上调目标价至 20.20 港元，基于 18 倍的 2025 财年预测市盈率。

[\(链接\)](#)

#### ■ 亚朵 (ATAT US, 买入, 目标价: 33.31 美元) - 公司指引保守, 但下行空间有限

亚朵 2024 年 4 季度业绩略超预期。2024 年第 4 季度，亚朵销售额同比增长 38%，分别超出市场和招银国际预期 4%/9%，主要得益于酒店业务（尤其是酒店用品供应的销售）好于预期的增长。同期净利润同比增长 50%，也超出市场/招银国际预期 4%/9%，主要由于毛利率提升较多。2024 财年销售额同比增长 55%，净利润同比增长 45%，基本符合市场预期。

酒店业务 2025 迄今的趋势仍承压。根据管理层的说法，亚朵在春节期间 RevPAR 出现下滑，且截至 3 月，数据仍然偏弱，主要是受到不利天气以及高基数的拖累。因此公司预计 2025 年 1 季度 RevPAR 将录得中至高单位数的跌幅（主要是客房单价下降所致）。但另一方面，零售业务仍保持强劲增长，2025 年迄今销售额增长迅速（我们预计 50% 或以上），3.8 妇女节期间的增长也很强劲。

2025 财年业绩指引保守，但仍有望逐季改善。亚朵给出的 2025 财年销售增长指引为 25% 或以上（零售业务销售增长 35% 或以上），均显得较为谨慎。根据我们的测算，这一增速可能假设了中至高单位数的 RevPAR 下降（考虑到酒店业务约 20% 的销售增长和约 28% 的门店数量增长），这或是较为保守的指引。但我们不排除全年逐步改善的可能性，受到商务出行需求回暖的支持（2025 年 3-4 月有大量展会在举行），以及 2025 年 2 季度起的低基数的帮助。此外，亚朵也观察到其企业客户的差旅预算和标准在 2025 年已趋于稳定。随着更多亚朵 4.0 和亚朵轻居 3.0 门店的开业，这些新店有望为 RevPAR 带来更快的同店增长。对于零售业务而言，35% 或以上的销售增长目标与我们保守的预期相符。然而，由于 2025 年 1-2 月的销售趋势良好和 3.8 节期间表现亮眼，加上未来丰富的新产品规划（亚朵不仅将推出升级版枕头和被子，还将拓展更多新品类），我们对未来增长保持乐观。

亚朵 2025 财年计划新开 500 家门店，关闭约 60 家门店。2025 财年，亚朵计划新开约 500 家酒店，并关闭约 60 家表现最差的酒店（每年都会淘汰此类门店）。因此，门店数量增速将保持在约 30% 的同比水平，并有望在 2025 财年完成 2000 家酒店的中期目标。但更重要的是，随着将“优质地段”作为关键考核指标，对硬件和基础设施要求提升，新店的质量也将有所提高。2025 财年的新签约数量将继续上升（2024 年为 670 家，2023 年为 576 家），并且现有加盟商的复购率在 2024 年也有提高。

维持“买入”评级，并将目标价上调至 33.31 美元（前值：32.01 美元）。我们将 2025/2026 财年的净利润预期分别下调 3%/6%，以反映弱于预期的 RevPAR 以及更为保守的运营利润率。新的目标价基于 20 倍 2025 财年预测市盈率（之前为 18 倍，主要是对整体消费行业看法转得更为乐观）。考虑到 2024-2027 财年预计 22%/25% 的销售/净利润年复合增长率，目前现价对应 17 倍的市盈率，仍具吸引力。[\(链接\)](#)

## 招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
<b>长仓</b>												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.04	23.00	35%	11.8	10.9	1.6	15.7	3.1%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.20	28.00	39%	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.85	7.40	26%	11.5	10.3	0.8	7.2	6.5%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	90.65	120.86	33%	19.2	16.5	3.4	23.2	2.9%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	34.40	38.51	12%	16.5	14.2	1.3	26.5	0.5%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	412.60	484.83	18%	146.3	134.0	24.6	14.4	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	84.05	133.86	59%	21.9	17.6	6.1	31.8	1.6%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	14.54	18.61	28%	14.8	12.5	2.5	17.2	2.9%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	262.60	359.47	37%	213.5	40.4	8.4	N/A	0.0%	
药明康德	603259 CH	医疗	买入	67.97	94.05	38%	16.6	14.0	2.9	19.1	1.9%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	25.40	35.50	40%	6.0	5.5	0.7	14.7	4.7%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.56	14.00	N/A	9.8	9.3	1.1	12.6	4.3%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	511.50	625.00	22%	18.0	16.6	3.8	19.4	1.0%	
快手	1024 HK	互联网	买入	57.55	80.00	39%	12.3	10.4	2.9	24.7	0.0%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	135.63	157.70	16%	2.1	1.8	0.3	11.8	4.1%	
携程	TCOM US	互联网	买入	65.18	70.00	7%	2.6	2.4	0.3	10.3	1.2%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.40	6.13	39%	16.3	13.8	1.6	11.4	4.7%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.00	59.52	17%	33.3	27.3	5.5	15.4	0.2%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	41.75	47.10	13%	14.6	11.6	2.3	17.2	1.9%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	99.00	186.00	88%	20.6	14.2	5.6	31.2	0.7%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	430.49	426.00	N/A	39.5	30.3	7.7	21.3	0.3%	
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	134.06	176.00	31%	48.7	31.2	6.6	14.5	0.3%	
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	277.81	388.0	40%	22.1	20.1	4.3	11.1	0.4%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 3 月 27 日）

## 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有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。