

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 周三（4 月 2 日）中国股市回调。在特朗普宣布对等关税之际，市场避险情绪上升。港股原材料、资讯科技与能源领跌，必选消费、工业与金融上涨。A 股国防军工、公用事业与有色金属跌幅居前，纺织服装、家庭用品和耐用消费领涨。国债期货上涨，国债收益率回落。在特朗普“对等关税”宣布后，人民币大跌至 7.34 左右。特朗普在美股盘后签署“对等关税”行政令，关税税率超过市场预期，亚太市场今日料迎来重挫。中国可能很快降准降息，并在中美元首可能会面后实施新一轮财政刺激和提振消费政策。
- 欧洲股市下跌，医疗保健、地产与通讯服务领跌，仅公用事业收涨，对关税敏感的汽车板块大幅下挫。德国国债收益率小幅回升。市场预期特朗普关税采用一对多模式，对美国经济的负面影响超过对欧元区的影响，欧元上涨。
- 美股收涨，可选消费、工业与金融领涨，通讯服务与必选消费下跌，但在盘后特朗普签署“对等关税”行政令后，美股期货大跌。特斯拉 1Q 交付量同比下降 13% 创 2022 年 2Q 以来最低，公司股价一度下跌，但在 Politico 传言马斯克将在几周后离职 DOGE 顾问角色后，特斯拉股价拉涨，白宫新闻发言人表示马斯克将在完成使命后再离开公职。特朗普在美股盘后签署“对等关税”行政令，设立 10%“最低基准关税”但对某些贸易伙伴征收更高关税 4 月 9 日生效，其中对中国、欧盟、日本、韩国、印度、越南、印尼、泰国和南非的关税税率分别达到 34%、20%、24%、25%、26%、46%、32%、36% 和 30%，对加拿大和墨西哥豁免对等关税；对所有外国汽车征收的 25% 关税午夜生效。
- 美国商品进口平均关税税率将从 2024 年的 2.5% 升至 22% 左右，部分国家可能反制，未来 12 个月可能降低美国 GDP 增速 1-2 个百分点，推升 PCE 通胀 0.5-1 个百分点。贸易战可能打击全球需求并冲击全球供应链，可能降低中国 GDP 增速 0.5-1 个百分点，降低 CPI 增速 0.3 个百分点加剧通缩压力。贸易战将降低盈利预期和风险偏好，全球股市将迎来调整。“一对多”贸易战对美国冲击最大，其次是被征关税税率较高、对制造业和贸易依赖度更高、通胀和政府债务更高的经济体。贸易战短期带来滞胀，中期则是衰退风险，美国中长期国债收益率可能下降，短期利率降幅较小，收益率曲线平坦化。一对多贸易战对美国的影响超过欧日，美元指数可能下跌。人民币可能先弱后强。贸易战将削弱全球经济增长前景，对需求打击作用超过推升供应链成本效应，大宗商品价格可能走弱。预计在标普 500 指数跌幅超过 15% 趋近 20% 发出衰退警告后，特朗普将调整关税计划，加快减税与去监管等正面政策出台，以修复市场信心。

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	23,203	-0.02	36.11
恒生国企	8,532	-0.07	47.90
恒生科技	5,426	0.35	44.16
上证综指	3,350	0.05	12.61
深证综指	2,015	0.12	9.62
深圳创业板	2,105	0.13	11.28
美国道琼斯	42,225	0.56	12.03
美国标普 500	5,671	0.67	18.89
美国纳斯达克	17,601	0.87	17.25
德国 DAX	22,391	-0.66	33.66
法国 CAC	7,859	-0.22	4.18
英国富时 100	8,608	-0.30	11.32
日本日经 225	35,726	0.28	6.76
澳洲 ASX 200	7,935	0.12	4.53
台湾加权	21,298	0.08	18.78

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	39,194	0.39	31.42
恒生工商业	13,425	-0.24	45.40
恒生地产	15,757	0.12	-14.03
恒生公用事业	35,240	-0.12	7.20

资料来源：彭博

公司点评

■ 用友 (600588 CH, 持有, 目标价: 14.49 元人民币) - 2025 年力争大幅减亏

用友在发布 2024 年年度业绩后于 4 月 2 日召开了业绩电话会。2024 年, 用友的总收入达到 92 亿元人民币, 同比下降 7%, 这是由于宏观经济逆风下客户需求推迟, 以及用友更大力度推进订阅业务模式的战略所致。2024 年归母净亏损扩大至 21 亿元人民币 (2023 年为 9.67 亿元人民币), 主要原因如下: 1) 收入减少; 2) 向离职员工提供的经济补偿; 3) 计提商誉减值。管理层表示, 2025 年将通过提高人效以及提升产品交付的质量和效率, 力争大幅减亏。尽管从长期来看, 我们仍然看好用友将受益于全国范围内不断增长的数字化需求, 并且认为其国际化扩张计划应有助于在未来几年重振收入增长, 但我们在短期内仍持谨慎态度。在我们看来, 公司年初至今股价上涨 40%, 在很大程度上已经反映了市场对于 “Deepseek 时刻” 带来的增量积极情绪, 而 AI 带来的实际营收贡献或将是推动其进一步重估的下一个关键观察点。我们基于 2025E EV/sales 5.3x, 将目标价上调至人民币 14.49 元 (前值: 9.08 元), 与过去两年的平均水平一致。维持 “持有” 评级。 ([链接](#))

■ 新希望服务 (3658 HK, 买入, 目标价: 2.67 港元) - 第三方扩张迈向高端, 维持买入评级

公司 2024 年收入同比增 17% 至 14.8 亿元人民币, 较招银国际预期高 5%, 受益于 1) 在管面积稳定扩张 9% 带来基础物管收入同比增 29%; 2) 零售及团餐业务的强劲增长带来社区增值业务同比增 22%。非业主增值服务 (non-owner VAS) 受开发商业务需求减少拖累同比降 16%, 商业运营业务受一次性启动费用拖累同比降 5%。净利润同比增 5% 至 2.3 亿, 与公司指引一致, 主因 1) 毛利率下降 5 个百分点, 因基础物管竞争激烈以及高毛利的非业主增值服务和商业运营业务占比降低; 2) 有效的降本措施带来管理费用率下降 4 个百分点到 9.5%。公司 24 年外拓合同金额达 6 亿元人民币, 同比增 192%, 其中 17% (约 1 亿元) 转化为当期收入。除合约面积/在管面积同比 +2%/+9% 以外, 三方新拓项目单价从 2023 年的 1.74 元增长 51% 到 2.63 元, 使在管项目平均单价拉升 10% 到 3.31 元, 或表明公司外拓项目有进一步高端化趋势, 意味着项目未来获取增值服务机会更大且受物业费限价引起的反应更小。公司预计 25 年外拓合同金额达 7 亿元, 同比增 16%。我们持续看好公司稳健扩张的能力、抗周期属性的增值服务、稳健的关联方以及具有吸引力的股东回报 (FY25E 股息率或达 9.7%)。维持 “买入” 评级, 目标价 2.67 港元, 基于 8x 2025E PE, 目标价下调 4% 主要反映对业绩预期的下调。风险提示: 竞争恶化程度超预期, 应收账款减值等。 ([链接](#))

■ 滨江服务 (3316 HK, 买入, 目标价: 32.86 港元) - 期待省外拓展支撑面积增长

公司收入同比增 28% 至 36 亿元人民币, 较招银国际预估高 3%, 受益于 1) 在管面积稳定扩张 24% 带来基础物管收入同比增 25%, 2) 装修业务的强劲增长带来社区增值业务收入稳健增长 62%。非业主增值服务受开发商业务需求减少拖累同比降 3%。净利润同比增 11% 至 5.5 亿, 较我们预期低 2%, 主要由于 1) 受毛利率较低的装修业务占比提高拖累, 毛利率下降 1.5 个百分点; 2) 所得税同比增 23% 使有效税率提高 7 个百分点, 因公司将 13 亿资金由内地转向境外用于派发分红和获取更高的理财收益, 导致源泉税较去年多

繳 5050 萬元，剔除該影響的核心淨利潤同比增 21%至 6 億元，較招銀國際預期高 7%。公司三方在管面積達 3737 萬方，同比增 21%，遠高於行業的 8%，得益於公司採用多元化拓展模式，其中品牌直拓和股權合作分別占比 77.5%和 22.5%。公司三方在管面積中 91%來自浙江省內，其中杭州占比高達 62%。公司表示未來拓展區域將更偏向於杭州和浙江省外的其他高能級城市，考慮到經濟形勢導致低能級城市項目毛利率和收繳率偏低。公司基礎派息率提高了 10 個百分點至 70%，預期 25 年股息率達 7.0%。我們持續看好公司基於 1) 高品質服務支撐下的穩健的三方規模擴張（平均物業管理費 4.1 元，遠高於行業的 2.72 元）；2) 穩定的母公司交付；3) 具有吸引力的股東回報。維持“買入”評級，調整目標價至 32.86 港元（前值：32.94 港元），對應 13x 2025E PE。風險提示：三方拓展慢於預期，應收賬款減值。（[鏈接](#)）

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 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
							1FY	2FY	1FY		1FY	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.40	23.00	32%	12.1	11.2	1.6		15.7	3.0%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	21.12	28.00	33%	N/A	N/A	0.8		N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.92	7.40	25%	11.6	10.4	0.8		7.2	6.4%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	86.20	120.86	40%	18.3	15.7	3.2		23.2	3.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.91	38.51	2%	18.2	15.7	1.5		26.5	0.4%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	410.80	484.83	18%	145.7	133.4	24.5		14.4	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	83.09	133.86	61%	21.7	17.4	6.0		31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.52	18.61	28%	14.8	12.5	2.5		17.2	2.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	274.78	359.47	31%	223.4	42.3	8.8		N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	66.05	94.05	42%	16.1	13.6	2.8		19.1	2.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	25.30	34.00	34%	6.0	5.5	0.7		14.7	4.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.96	15.80	6%	9.5	8.6	1.1		13.1	4.2%
腾讯	700 HK	互联网	买入	504.00	625.00	24%	17.7	16.4	3.7		19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	57.45	80.00	39%	12.3	10.4	2.9		24.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	129.79	157.70	22%	2.0	1.7	0.3		11.8	4.5%
携程	TCOM US	互联网	买入	63.58	70.00	10%	2.6	2.3	0.3		10.3	1.2%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.21	6.13	46%	15.6	13.2	1.5		11.4	4.9%
小米集团	1810 HK	科技	买入	44.55	59.52	34%	29.1	23.8	4.7		15.4	0.3%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	40.65	47.10	16%	14.2	11.3	2.3		17.2	2.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	99.76	186.00	86%	20.7	14.4	5.6		31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	429.20	426.00	N/A	39.4	30.2	7.6		21.3	0.3%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	133.96	176.00	31%	48.7	31.2	6.6		14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件&IT 服务	买入	271.54	388.00	43%	21.6	19.6	4.2		11.1	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 4 月 2 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。