

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 3月26日A股三大指数收跌，上证综指跌1.09%，创业板指跌1.34%。盘面上计算机、非银金融和通信领跌，煤炭、石油和银行收涨。港股同步回调，恒生指数下跌1.89%，恒生科技指数下跌3.28%，南向资金当日净买入33.40亿港元。非必需消费、原材料和工业领跌，能源收涨。汇率方面，离岸人民币在避险美元走强背景下承压，跌至6.92。
- 日本股市下跌0.3%，因市场预期日本央行最快下月再加息。在通胀预期与央行加息路径的双重压力下，日本长债收益率持续走高。欧洲股市结束此前三日反弹，STOXX 600跌约1.2%至580.59，银行、工业和矿业领跌，反映高油价与通胀担忧重新压制风险偏好。
- 停火预期再度反复，美股大跌，标普500跌1.74%，纳指跌2.38%。芯片与大型科技股领跌，费城半导体板块重挫，高油价压制风险偏好、科技高估值继续出清。5.7万亿美元期权到期叠加负Gamma状态，系统性放大了市场在收盘前的波动幅度。
- 全球债市继续承压，美债收益率全线上行，10年期美债收益率升至4.41%，2年期升至3.97%。7年期美债拍卖需求疲弱，进一步加剧债市抛售。美元指数升至99.92，美元兑日元升至159.75。美国初请失业金人数稳定在21万，续请人数创两年新低。在“经济韧性、通胀反弹”背景下，市场开始重新交易美联储加息可能。
- 盘后特朗普宣布将针对伊朗能源设施的打击期限推迟至4月6日，Brent原油冲高回落至101美元附近，反映市场继续计入霍尔木兹中断与中东冲突升级的供应风险。黄金期货收跌3.9%跌破4,400美元，白银跌超3%。

公司点评

- 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 141.1 港元) - 业绩处于触底回升区间**
美团发布4Q25业绩：营收921亿元人民币，同比增长4.1%，符合彭博一致预期；经调整净亏损151亿元人民币，处于2月13日盈利预警中151亿-161亿元人民币区间的下限。我们认为，美团核心本地商业（CLC）业务盈利已触底，主因：1) 外卖行业监管指引推动行业向健康化方向发展；2) 到店业务参与者愈发聚焦核心竞争力与核心品类，目标实现更高效扩张。本地生活服务领域竞争最激烈的阶段或已过去。尽管行业竞争仍具不确定性、宏观顺风改善尚需时日，业绩坚实复苏或仍需等待，但我们看好美团优化用户补贴、收窄核心本地商业亏损的潜力。4Q25美团核心本地商业经营亏损环比收窄29%，我们预计1Q25该业务亏损将进一步环比收窄58%至42

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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,856	-1.89	-3.02
恒生国企	8,390	-2.25	-5.88
恒生科技	4,762	-3.28	-13.68
上证综指	3,889	-1.09	-2.01
深证综指	2,547	-1.46	0.62
深圳创业板	3,272	-1.34	2.16
美国道琼斯	45,960	-1.01	-4.38
美国标普500	6,477	-1.74	-5.38
美国纳斯达克	21,408	-2.38	-7.89
德国DAX	22,613	-1.50	-7.67
法国CAC	7,769	-0.98	-4.67
英国富时100	9,972	-1.33	0.41
日本日经225	53,604	-0.27	6.48
澳洲ASX 200	8,526	-0.10	-2.16
台湾加权	33,338	-0.30	15.10

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	49,868	-0.89	1.91
恒生工商业	12,915	-2.47	-6.94
恒生地产	19,570	-1.56	11.43
恒生公用事业	39,665	-1.48	4.31

资料来源: 彭博

亿元人民币。我们认为，美团在高客单价外卖订单中具备强劲的消费者心智占有率，运营效率提升亦将助力其长期维持优于同业的单位经济效益优势。基于 DCF 模型，目标价基本维持不变为 141.1 港元，维持买入评级。（[链接](#)）

■ **潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH, 买入, 目标价: 30.5 港元/28.7 人民币) - 2025 年盈利低于预期, 但结构转型方向仍然确定**

潍柴 2025 年净利润意外下滑 4%至 109 亿元人民币，比我们和彭博共识预期低 12%。这意味着 4Q25 净利润同比下降 32%（至 20 亿元人民币）。4Q25 利润下滑主要归因于毛利率同比下降 3.9 个百分点，而我们认为主要与发动机利润率下跌相关。尽管业绩较弱，我们仍然看好潍柴向电力业务转型的大方向（2025 年电力相关发动机销量占比 14%，高于 2024 年的 12%）。我们将 2027 年盈利预期上调 3.5%，主要由于我们上调发动机销量和重卡的利润率预测。我们将潍柴 H/A 基于分部估值法的目标价分别上调至 30.5 港元/28.7 元人民币，主要由于我们上调核心业务 EV/EBITDA 目标倍数至 11 倍（基于周期峰值估值；此前为 7 倍），以反映大缸径发动机（包括正按计划进军美国市场的 AIDC 备用电源发动机）的强劲增长。维持“买入”评级。我们认为短期内的股价回调是买入良机。（[链接](#)）

■ **滨江服务 (3316 HK, 买入, 目标价: 32.06 港元) - 逆境中优势凸显**

滨江服务 2025 财年收入同比增长 14.1%至 41.0 亿元，分别低于彭博一致预期及招银国际预测 2%/4%；净利润同比增长 12.1%至 8.80 亿元，低于一致预期及招银国际预测 4%。公司对母公司依赖度下降，且物业费收缴率、平均物业费均实现逆势提升，进一步体现其高端定位与高集中度策略的抗风险能力。2025 财年公司分红比例提升 5 个百分点至 75%并将持续维持。我们维持买入评级，目标价小幅上调 0.9%至 32.06 港元，对应 2026 年预期市盈率 13 倍。风险：1) 5S 增值服务增速放缓；2) 行业竞争加剧；3) 第三方外拓不及预期等。

对母公司依赖度进一步降低。公司在管面积结构与行业趋势背离：在第三方市场竞争加剧的背景下，同业公司来自母公司的在管面积占比有所提升，而滨江服务 2025 财年净新增在管面积中，关联方交付面积占比由 2024 财年的 51%降至 36%，彰显其突出的第三方外拓优势。

收缴率与平均物业费逆势上行。据克尔瑞数据，2025 财年宏观经济承压下行业收缴率持续走低。滨江服务收缴率同比提升 0.29 个百分点（2024 财年提升 0.62 个百分点）；平均物业费升至 4.2 元/平方米/月（2024 财年为 4.1 元），2025 财年共有 14 个在管项目完成物业费提价签约。在居民收入预期偏弱、多地出台物业费限价政策的背景下，据中指研究院数据，2025 年全国 20 个重点城市物业费均价同比下降 0.23%。我们认为公司两项逆势表现主要源于：1) 坚持高端定位；2) 第三方外拓侧重提升项目集中度；3) 主动出清低效项目。历经两年低效项目优化后，公司 2025 财年项目退盘率显著下降。

5S 增值服务：毛利润贡献创历史新高。2025 财年该板块收入贡献稳定在 30% 左右，受益于毛利率大幅提升 4.6 个百分点至 28.5%，其毛利润贡献达到 37% 的历史峰值。后续需重点关注大平层装修业务的可持续性，该业务贡献板块 83% 的收入，但 2025 财年同比增速放缓至 8%（2024 财年为 84%）。（[链接](#)）

■ **贝克微 (2149 HK, 买入, 目标价: 57.0 港元) — 在转型中稳步推进; 维持买入评级**

贝克微公布 FY25 业绩，收入同比基本持平，而净利润同比下降 26.8% 至 1.22 亿元人民币，主要由于约 5,300 万元的股份支付费用及人民币升值带来的约 1,400 万元汇兑损失所致。剔除上述两项非核心因素后，经调整净利润同比增长 18.5%。FY25 毛利率由 FY24 的 53.0% 下降至 51.7%，主要受约 3,500 万元存货减值影响。我们认为，公司仍处于增长与盈利之间的平衡阶段，正应对渠道优化、供应趋紧及原材料成本上升等多重因素。展望未来，我们预计贝克微在 2025–2028E 期间实现 12.4% 的收入复合增速，毛利率大致维持在 52% 左右。维持买入评级，目标价由 93.0 港元下调至 57.0 港元，对应 17 倍 2026E 市盈率。（[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属的研究报告。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。