# 研究部四月研究報告回顧



PhillipCapital
Your Partner In Finance
Phillip Securities (Hong Kong) Ltd

行業：

汽車 & 航空 (章晶)
公用事業、商品、金屬、銀行（李曉然）
TMT & 半導體（陶然）
TMT 、半導體、消費、醫療（李浩然）

## 汽車 & 航空 （章晶）

於本月本人發佈了中聯重科(000157.CH)的首發報告，和中國聯塑(2128.HK)的更新報告。

中聯重科是綜合性工程機械龍頭企業，在國內及全球均為起重機行業領軍企業，在起重機、混凝土機械、高機等領域處於行業領先地位，位列全球起重機製造商第三名、塔機製造商第一名。

2024 公司全年實現營業總收入 454.78 億元（人民幣，下同），同比-3.39%，實現歸母淨利潤 35.2 億元，同比+0.41%，扣非淨利潤 25.54 億，同比-5.7%。若剔除公司 24 年股份支付費用 8.66 億（去年為 2.79 億）影響，淨利潤增長 15.89%。儘管收入下滑，但盈利能力保持穩定，主要得益於毛利率提升（+1.04ppts）及費用管控（銷售費用率-0.71ppts）；毛利率增長至 28.17%，主要由原材料價格回落及高毛利海外業務占比提升推動。

2024 年，公司起重機械下滑較多，高機、農機業務快速增長，土方、高機、農機新興板塊占比進一步提升至 39.92%。其中農業機械：烘乾機市占率第一，小麥機第二，玉米機、水稻機新品打開增量空間；高空機械：躋身國產龍頭，技術優勢顯著（國內型號最全）。

中聯重科 2024 年業績呈現“傳統承壓、新興崛起”的格局，海外擴張與產品結構優化支撐盈利韌性。我們認為公司將新興業務和海外市場將持續增長。。

**公用事業、商品、金屬、銀行（李曉然）**

於本月本人發佈了兩篇研報：丸美生物 (603983.CH)和兗礦能源 (1171.HK)。

丸美生物是中國頭部美妝企業，以卓越的“眼部護理”著稱，擁有全球最大最專業的眼部肌膚研究中心。公司旗下品牌“丸美”、“春紀”和“戀火”主要覆蓋肌膚抗衰老、功效性護膚以及彩妝領域。

2024 年前三季度，公司營業收入為 19.52 億元（人民幣，下同），同比增長 27.07%；毛利率為 74.63%，同比增長 3.79 個百分點；歸屬於上市公司股東的淨利潤為 2.39 億元，同比增長 37.38%；淨利率為 12.28%，同比增長 0.92 個百分點，系公司產品結構進一步優化所致；銷售費用率為 54.85%，同比增長 3.08 個百分點，主要是因為抖音平臺流量成本有所增加以及行業競爭加劇；毛銷差為 19.78%，同比改善 0.72 個百分點；經營活動產生的現金流量淨額為 0.68 億元，同比增長 0.84%；基本每股收益為 0.6 元，同比增長 39.53%。

中國化妝品市場具備巨大的增長潛力，年輕人對國貨認同度不斷提升，公司自 2020 年開始進行線上轉型以來成效顯著，公司線上收入占比逐年提升，未來公司有望在線上取得更大的市場份額。公司不斷推出新品，強化產品矩陣，同時積極推行大單品戰略。2025 年丸美官宣楊紫作為其首位全球品牌代言人同時進行爆款單品“膠原小金針”面霜的推廣，楊紫是童星出身，擁有《家有兒女》、《香蜜沉沉燼如霜》等代表作，微博粉絲超 6000 萬，擁有強大的明星號召力，有助於提升丸美品牌知名度，提高公司大單品的銷售收入。我們預測公司的營業收入在 2024-2026 年分別為 29.03 億元、36.57 億元及 44.41 億元，EPS 為 0.89/1.15/1.44 元，對應市盈率(P/E) 41.7x/32.1x/25.7x，給予公司 2025 年 35 倍 P/E，目標價為人民幣 40.25，首次覆蓋給予“增持” 評級。

**TMT & 半導體（陶然）**

於本月本人發佈了兩篇研報：攜程集團 (9961.HK)和京東集團（9618.HK）。

2024 年第四季度，公司實現總營收 128 億元（人民幣，下同），同比增長 23.4%， 由於季節性因素環比有所下降。盈利能力方面， Non-GAAP 淨利潤為 30 億元，同比 增長 13.6%，對應淨利率為 23.8%，同比下降 2 個百分點，主要由於國際品牌行銷費 用增加。分部收入方面，4Q24 住宿預訂收入 52 億元，同比增長 32.7%，主要由於酒 店 ADR 降幅縮小帶來國內和出境酒店業務的強勁增長；交通票務收入 48 億元，同比 增長 16.4%；旅遊度假收入 9 億元，同比增長 23.6%，主要由於節假日旅遊需求增 長；商旅管理收入 7 億元，同比增長 10.7%，主要由於企業旅差管理服務需求增長。 費用方面，該季度公司總運營支出為 78 億元，同比增長 4.7%，與各期內總營收的波 動基本一致。其中，研發費用同比增長 16.4%，主要由於研發人員費用變動。銷售費 用同比增長 44.6%，主要由於公司海外品牌 Trip.com 增加海外地區投放。

我們採取海內外 OTA 企業 Booking，Expedia，Airbnb 和同程旅行作為可比公司， 但考慮到目前海外品牌 Trip.com 仍處於擴張區間下利潤率承壓，我們採用略低於 2025 年行業平均的 19x PE，據此測算目標價下調為 584 港元，評級為“增持”。

4Q24 公司收入增長重回雙位數，同比增長 13.4%至 3470 億元（人民幣，下同）， 主要受益於商品收入增長推動。分類型看，商品收入（1P）2810 億元，同比增長 14.0%，服務收入（3P）660 億元，同比增長 10.8%。分業務看，京東零售收入同比 增長 14.7%至 3071 億元，京東物流收入同比增長 10.4%至 521 億元，新業務收入同 比減少 31.0%至 47 億元。整體來看，4Q24 經營利潤同比增長 319.3%至 85 億元， 經營利潤率達 2.4%。Non-GAAP 歸母淨利潤為 113 億元，同比增長 34.2%。

2024 年全年，公司實現總營業收入 11588 億元，同比增加 6.8%；經營利潤達到 387 億元，同比增加 48.8%，經營利潤率達到 3.3%；Non-GAAP 歸母淨利潤 478 億元， 同比增加 35.9%。股東回報方面，公司通過分紅和回購回饋股東，2024 年全年派息總 額提升至 15 億美元，全年回購金額達 36 億美元，股東回報率達 7.6%，創下歷史新高。

2025 年，京東將繼續提高核心品類的供應鏈效率，釋放利潤增長的潛力。因 此，我們基於行業平均的 12.0 倍 2025 年預測 PE，上調公司 25-27 年營業收 入預測分別為 12340/13171/14112 億元，歸母淨利潤分別為 442/485/519 億 元，對應 EPS 為 13.9/15.2/16.3 元，當前股價對應 PE 為 10.7/9.8/9.1x；根據 SOTP 估值法，基於對子公司和投資企業最新市值或估值和 30%的折讓價值， 我們給予 2025 年京東集團合計目標市值 5851 億元，對應目標價 183.8 元 /200.3 港元，評級為“買入”。

**TMT 、半導體、消費、醫療（李浩然）**
本月本人發表了一篇研報：濱海投資（02886.HK）。

濱海投資（02886.HK）公佈截至 2024 年 12 月底止財政年度之業績，受到房地產業持續低迷、北方暖冬及人民幣貶值等宏觀因素影響，整體財務表現承壓。全年主營業務收入年減 3%至 61.98 億（港元. 下同），淨利減少 21%至 2.09 億，股東應佔淨利下滑 22% 至 2.00 億元。每股基本盈利 14.6 仙，派息維持穩定，每股 0.076 元，並計劃在未來三年內逐步提升每股派息額不少於 10%。

濱海投資 2024 財年收入錄得 3%下降，主要受房地產市場低迷影響，導致工程施工及天然氣管道安裝服務收入大幅下滑 35%至 3.27 億元，而管道天然氣銷售收入基本持平，錄得 58.03 億元，僅微跌 0.8%。天然氣管輸服務則表現亮眼，收入同比增長 32%至 0.68 億元，主要由於電廠客戶用氣需求增加。

毛利方面，全年毛利下降 24%至 5.69 億元（2023 年：7.49 億元），毛利率由 11.7% 下降至 9.2%，主要由於低毛利率的管道天然氣銷售業務占比上升，以及工程施工及天然氣管道安裝服務業務收入下降導致業務組合變化。此外，公司通過優化採購策略，成功降低採購成本，並推動終端市場順價，推動下半年城鎮燃氣毛差提升 0.17 元，從 1H24 的 0.41 元上升至 2H24 的 0.58 元。

展望 2025 年，公司計畫實現總銷氣量 27 億立方米，同比增長 9%。其中，管道天然氣銷售目標為 19 億立方米，同比增長 9%，而管輸氣量預計保持穩定。城鎮燃氣毛差預計提升至 0.52 元。在資本管理方面，公司計畫進一步壓降融資成本 2000 萬人民幣，並維持資本開支 5 億元，以支持業務擴張。同時，公司計畫逐步提升派息水平，2025 至 2027 年間每年提高每股派息額不少於 10%，預計 2027 年每股派息額將達 10 仙。
。

PhillipCapital
Your Partner In Finance
Phillip Securities (Hong Kong) Ltd

Fig 1. **本月推薦公司股票一覽**

| 日期 | 代碼 | 公司 | 分析師 | 投資建議 | 建議時股價 | 目標價 | 預期回報率 | 該月收盤價 | 該月回報率 | 上一月收盤價 | 該月股票漲跌幅 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 20250424 | 000157 CH | 中聯重科 | ZJ | 買入 | 7.45 | 9.00 | 20.81% | 7.33 | -1.61% | 7.52 | -2.53% |
| 20250429 | 2128 HK | 中國聯塑 | ZJ | 增持 | 4.14 | 4.85 | 17.15% | 4.13 | -0.24% | 3.49 | 18.34% |
| 20250410 | 603983 CH | 丸美生物 | ML | 增持 | 37.01 | 40.25 | 8.75% | 47.40 | 28.07% | 35.85 | 32.22% |
| 20250428 | 1171 HK | 兗礦能源 | ML | 增持 | 7.92 | 8.48 | 7.07% | 8.11 | 2.40% | 8.07 | 0.50% |
| 20250401 | 9961.HK | 攜程集團 | MT | 增持 | 494.00 | 584.00 | 18.22% | 468.00 | -5.26% | 494.20 | -5.30% |
| 20250416 | 9618.HK | 京東集團 | MT | 買入 | 143.10 | 200.30 | 39.97% | 127.90 | -10.62% | 156.91 | -18.49% |
| 20250402 | 2886.HK | 濱海投資 | EL | 中性 | 1.10 | 1.05 | -4.5% | 1.07 | -2.73% | 1.09 | -1.83% |

A 股公司價格以人民幣計算

Source: Phillip Securities Research

**PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS**

| Total Return | Recommendation | Rating | Remarks |
|---|---|---|---|
| >+20% | Buy | 1 | >20% upside from the current price |
| +5% to +20% | Accumulate | 2 | +5% to +20%upside from the current price |
| -5% to +5% | Neutral | 3 | Trade within ± 5% from the current price |
| -5% to -20% | Reduce | 4 | -5% to -20% downside from the current price |
| <-20% | Sell | 5 | >20%downside from the current price |

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

## GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.
This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

## Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.
Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

## Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on http://www.phillip.com.hk.

**Contact Information (Regional Member Companies)**

**SINGAPORE**
**Phillip Securities Pte Ltd**
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

**MALAYSIA**
**Phillip Capital Management Sdn Bhd**
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
Number 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

**HONG KONG**
**Phillip Securities (HK) Ltd**
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

**JAPAN**
**PhillipCapital Japan K.K.**
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website:www.phillip.co.jp

**INDONESIA**
**PT Phillip Securities Indonesia**
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

**CHINA**
**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**
No 436 Heng Feng Road,
Green Tech Tower Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 60911155
Website: www.phillip.com.cn

**THAILAND**
**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website www.phillip.co.th

**FRANCE**
**King & Shaxson Capital Limited**
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

**UNITED KINGDOM**
**King & Shaxson Capital Limited**
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

**UNITED STATES**
**Phillip Futures Inc**
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005

**AUSTRALIA**
**PhillipCapital Australia**
Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000
Tel (+61) 3 8633 9803
Fax (+61) 3 8633 9899
Website: www.phillipcapital.com.au