

研究部五月研究報告回顧

Hong Kong | INVESTNOTES REPORTS REVIEW

行業：

汽車 & 航空 (章晶)

公用事業、商品、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)

於本月本人發佈了敏實集團(425.HK)，拓普集團(601689.CH)和萬豐奧威(002085.CH)的更新報告。於其中，我們重點推薦敏實集團和拓普集團。

2024 年敏實集團實現總收入 231.5 億元（人民幣，下同），同比+12.8%；歸母淨利潤 23.2 億元，同比+21.9%，主要歸功於營業額增長帶來的規模效應、電池盒產品線產能利用率的持續提升以及各產品線力推降本增效措施使得毛利較 2023 年同期增長，使公司總體上保持了較好的盈利水準。

期內毛利率約 28.9%，同比+1.5 個百分點，主要受塑件和電池盒業務的分部毛利率分別攀升 1.1 和 2.1 個百分點所帶動。其中，電池盒業務的分部毛利率達到 21.4%，離 25%的目標更進一步。

公司持續優化全球工廠的運營效能，鞏固各地工廠之工藝的垂直整合能力，打造標杆工廠並推廣其管理模式。例如在墨西哥、泰國等地工廠綜合能力得到顯著改善並得以穩健的基礎上，綜合運用北美、泰國、中國各地的優勢資源，降低北美當地運營成本。值得一提的是，公司持續提升北美及歐洲區業務的現地化生產率，從而使關稅和地緣政治因素所造成的影響和不確定性保持在可控範圍之內，並增強了產品在當地的競爭力。

公司積極開拓新賽道，前瞻性地佈局了電動車無線充電，仿生機器人、低空飛行器 eVTOL，包括電子皮膚、智能面罩、一體化關節、機體和旋翼等核心零部件。年內已完成小批量送樣，與多個頭部企業達成合作。新賽道的培育和新市場的拓展，有望打造第二成長曲線，驅動公司中長期可持續發展。

公司現金流情況亦好轉，恢復暫停一年的派息並回購股份，傳遞了管理層對公司未來發展持有信心。根據最新的財務資料，我們調整公司 2025/2026 年每股盈利至 2.43/2.89 元人民幣預估，並引入 2027 年盈利預測 3.30 元，調整公司目標價至 27.8 港元，對應 25/26/27 年 PE/PB 分別為 10.3/8.6/7.6 和 1.3/1.1/1.0 倍，維持買入評級。

2024 年拓普集團實現營業收入 266.00 億元（人民幣，下同）（同比+35.02%），實現歸母淨利潤 30.01 億元（同比+39.52%），扣非歸母淨利潤 27.3 億元（同比+35.0%）；其中，Q4 公司實現營業收入 72.48 億元（同比+30.63%），實現歸母淨利潤 7.67 億元（同比+38.47%）；24 年實現毛利率 20.8%（同比-2.2ppts），淨利率 11.3%（同比+0.4ppts）。儘管因車企競爭加劇、原材料價格波動以及產能擴張等因素所致毛利率有所下滑，但通過嚴格的費用管控（期間費用率降至 8.6%，同比-0.9ppts）和政府補貼（2.8 億元，同比+1.3 億元）增厚利潤，公司淨利率逆勢提升。

2025Q1 公司實現營收 57.7 億元（同比+1.4%）；歸母淨利 5.7 億元（同比-12.3%）。主要因為一些新工廠新業務的開拓費用增加，和下游客戶銷量下滑影響，特斯拉和賽力斯 25Q1 銷量分別下滑了 13%和 47%。

2025 年公司將繼續推進產能佈局，國內計劃完成前灣新區 9 期、10 期工廠建設，海外墨西哥二期項目已開始籌劃；泰國一期工廠占地 185 畝計劃於 2026 年初投產；波蘭工廠籌備擴大產能，進一步提升生產規模。公司緊抓機器人產業快速發展機遇，設立獨立電驅事業部佈局機器人業務；公司與客戶從直線執行器開始合作，後續啟動旋轉執行器和靈巧手電機等產品研發，相關產品已多次向客戶送樣。公司還積極佈局機器人軀體結構件、傳感器、足部減震器、電子柔性皮膚等產品，以形成機器人平臺化產品佈局。2025 年公司將啟動占地約 150 畝的機器人產業基地項目，預計後續機器人產品將根據客戶需求儘快迭代升級並進入量產階段，機器人業務將為公司打造新增長曲線，為公司保持快速發展奠定基礎。

拓普集團以 Tier0.5 級合作模式與新能源汽車車企深度綁定，一方面持續研發投入不斷擴展產品線，另一方面享受新能源汽車高增長紅利，可以預計汽車業務仍將維持高增長；而公司另佈局機器人的電驅執行器等產品，該賽道是面向人類未來的百萬億級別的賽道，發展前景廣闊。綜合來看，我們認為公司具備持續增長能力，預計 25/26/27 年每股收益為 1.97/2.46/3.15，給予目標價 59.1 元，對應 25/26/27 財年預期市盈率 30/24/19 倍，“增持”評級。

公用事業、商品、銀行（李曉然）

於本月本人發佈了毛戈平 (1318.HK)和上海家化(600315)的首發報告。

MGPIN 以創始人毛戈平先生之名命名。MGPIN 產品系列秉承光影美學和東方美學的指導原則。其中，「光影美學」指的是運用高光和修容技巧使面部輪廓更加有形。而「東方美學」則涵蓋了源自中國傳統文化的美學理念和原則，其中國元素與中國消費者產生了深刻共鳴。推出第五代「氣蘊東方」系列，這是毛戈平與故宮文創攜手打造的產品系列。該系列將豐富的東方元素優雅地融入現代美學理念，巧妙地將故宮博物院的百年傳承和傳統東方美學精髓融入產品之中。2024 年 6 月毛戈平在杭州國際會議中心舉行了「國之光耀巴黎」中國國家隊×毛戈平美妝 2024 新品發佈會暨榮耀啟程盛典，與 TEAMCHINA 中國國家隊聯名發佈盛彩之光系列產品及中國國家隊個人形象裝備包，以美妝映榮光，加乘運動員至美英姿，展現了積極向上的品牌形象。此外，毛戈平美妝還在巴黎奧運會期間入駐了「中國之家」，以美妝添彩中國體育競技精神，向世界傳遞至臻至美的東方美學理念。公司的東方美學品牌心智進一步的得到加強。毛戈平彩妝類大單品主要集中在陰影、高光和粉膏類產品，而護膚品類的大單品則是奢華魚子醬面膜和奢華養膚黑霜。公司於 2025 年 1 月推出 MAOGEPING EAU DE PARFUM 國韻凝香香水系列，這是公司首次進軍香水賽道，此舉有助於豐富產品矩陣，增強公司在行業中的競爭力。

毛戈平作為高端美妝的國貨之光，積極豐富升級產品矩陣，推出多款明星單品，增強品牌心智，不斷鞏固自身在高端美妝行業市場的領導地位。創始人毛戈平先生作為家喻戶曉的彩妝大師，先後為 40 多部電影、電視和 20 多部舞臺劇進行化妝造型設計，其影響力可見一斑，有助於提升公司品牌知名度，進一步擴大市場份額。公司產品在行業內具備差異化競爭力疊加公司積極佈局海外市場發展，我們認為公司長期增長具有確定性。我們預計公司在 2025-2027 年收入分別取得 51.53 億元，66.88 億元和 84.62 億元，每股盈利 EPS 為 2.4/3.12/4.04 元，對應市盈率(P/E) 42.7x /32.8x /25.3x，給予 2025 年 50 倍 PE，目標價為 127.63 港幣，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：盛業 (6069.HK)和美團 (3690.HK)。

盛業是第一家在香港主機板上市的“AI+產業供應鏈”數智科技公司，在深耕基建工程、醫藥醫療、大宗商品等國家支柱行業的同時，也在積極佈局電商、機器人、智算服務等戰略性新興產業。公司採用“重交易、輕主體”的差異化模式，持續深化產業生態與資料鏈接，通過平臺科技服務幫助中小微企業獲取周轉資金並實現降本增效，並為企業客戶提供包括訂單及營銷管理、智能收驗貨、供銷存數字化、賬期管理等在全方位的銷售和供應鏈管理服務。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已與 10 多家大型核心企業建立戰略合作關係，並連結超過 160 家資金合作方。通過過往十餘年對科技和人才的持續投入，公司已經幫助超過 18100 家中小微企業獲得超過 2490 億元訂單和資金周轉服務。

2024 年全年公司實現主營業務收入及收益約 919 百萬元（人民幣，下同），同比下降 4.6%，主要由於一次性交易影響，部分被平臺科技服務業務規模增長抵消；實現淨利潤約 391 百萬元，同比增長 36.9%；淨利潤率由 2023 年的 30.0%增長至 2024 年的 42.5%。分業務看，平臺科技服務收入顯著增長至 347 百萬元，同比增長 103.6%，主要由於平臺生態連結持續加強及表外業務快速擴張。數字金融解決方案收入從 2023 年的 723 百萬元下降 27.8%至 2024 年的 522 百萬元，主要由於中小微企業客戶的供應鏈資金周轉需求更多透過平臺鏈接的外部資金合作方解決。供應鏈資產再融資方面，截至 2024 年末，確認的收益為 5090 萬元，較去年同期的 7050 萬元下降了 27.8%。公司重視股東回報，擬派發 2024 年股息每股 0.35 元，派息率高達 90.0%，同時公司於 2025 年派發特別股息，預計年內派發的股息總額將不低於 9.4 億元。

2025 年，公司將繼續推動平臺化轉型進程，釋放利潤增長的潛力。因此，我們預測公司 25-27 年營業收入分別為 1128/1258/1299 百萬元，其中平臺服務收入有望提高占比至 50.0%，預測淨利潤分別為 566/656/684 百萬元，對應 EPS 為 0.59/0.68/0.71 元，當前股價對應 PE 為 20/18/17x；考慮到公司平臺化轉型成效顯著，我們給予公司 28 倍 2025 年預測 PE，對應每股目標價 17.50 港元，評級為“買入”。

美團 (3690.HK) 成立於 2010 年，並在 2015 年合併大眾點評，成為中國最大的綜合性本地生活服務平臺，以“零售+科技”的戰略提供一站式“吃喝玩樂”服務。通過美團、美團外賣、大眾點評等 APP，服務超 1,000 萬年活躍商家，近 7 億年活躍用戶和超 700 萬年活躍騎手，深度高效的同城即時配送網路構建起美團業務的穩固護城河。同時，公司積極調整組織架構，整合到家到店業務，並升級美團神會員，將外賣會員福利擴展到店、酒旅等場景，形成流量內迴圈。

2024 年第四季度，美團實現總營收 885 億元（人民幣，下同），同比增長 20.1%，環比下降 5.4%；盈利能力方面，經營利潤為 67 億元，同比增長 280.7%，經調整淨利潤 98 億元，同比增長 125.1%。分部收入方面，4Q24 核心本地商業收入 656 億元，同比增長 18.9%，經營利潤為 129 億元，同比增長 60.9%；新業務收入 229 億元，同比增長 23.5%，經營虧損為 22 億元，虧損大幅收窄，同比下降 55.0%。

美團是一家領先的互聯網服務平臺，採用“零售+科技”的戰略，在外賣領域實現持續的領導地位，在本地門店服務方面與抖音實現了可控的競爭，在城市層面上通過綜合的商業模式進行了擴張，並擁有強大的資產負債表。我們預計公司 2025-2027 年營業收入分別為 3937/4407/4948 億元，歸母淨利潤分別為 453/547/660 億元，

對應 EPS 為 7/9/11 元；根據 SOTP 估值法，我們測算 2025 年美團合計目標市值 11062 億元，目標價 193 港元，當前股價對應 2025-2027 年 PE 為 17x/14x/12x，首次給予評級為“買入”。公司分部價值包括以下部分：

- 1) 核心本地商業 8728 億元，採用 8%的加權平均資本成本和 5%的永續年金增長率；
- 2) 新業務 1022 億元，採用 1 倍的 2025 年 P/S；
- 3) 淨現金 1312 億元。

TMT、半導體、消費、醫療（李浩然）

本月本人發表了三篇研報：九興控股 (1836.HK)、中國移動 (941.HK)、中國聯通 (762.HK)。

九興控股 (01836.HK) 2024 年度業績再次超出市場預期，充分印證管理層於三年規劃 (2023–2025) 下對增長與利潤率擴張的堅定執行。全年收入同比上升 3.5% 至 15.45 億 (美元，下同)，出貨量增加 8.2% 至 5300 萬雙，在平均售價下調的背景下仍實現穩定增長。毛利增加 4.7% 至 3.84 億元，毛利率擴大至 24.9%。經營利潤同比上升 15.7% 至 1.85 億元，經營利潤率由 10.7% 提升至 11.9%。純利錄得 1.70 億元，同比上升 21.2%，純利率升至 11.0%。公司維持穩健資本管理，淨現金水平攀升至 4.24 億元。末期股息 50 港仙及特別股息 56 港仙，全年總派息 171 港仙，維持約 70% 的定期派息率外，再向股東額外返還。

進入 2025 年第一季度，受高基數效應影響，公司未經審核綜合收入輕微下降 2.2% 至 3.31 億元。製造業務方面，出貨量按年上升 3.4% 至 1210 萬雙，主要受運動鞋類別訂單推動；平均售價下降 5.0% 至每雙 26.4 元，反映運動鞋佔比擴大。儘管收入輕微下滑，出貨量持續增長印證基礎需求穩健。

九興控股於 2024 年基本完成三年規劃的核心財務指標目標。經營利潤率提前達標並進一步擴大，除稅後利潤年複合增長率超過原設定的低十數百分比。產能擴張計劃按部就班推進，客戶組合持續優化，新增多個精品運動及高端時尚品牌，提升客戶結構質量。公司將持續推動投入資本回報率 (ROIC) 提升，強化資本運用效率，堅守高質增長策略。

公司建議派發末期股息 50 港仙及特別股息 56 港仙，全年總派息 171 港仙，合共約 1.13 億美元，維持約 70% 的派息比率。配合於 2024 年 8 月公布之超額現金回報計劃，公司承諾於 2024 至 2026 年間每年向股東額外回饋最多 6000 萬美元，提升整體股東回報水平。

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
20250502	1318 HK	毛戈平	ML	增持	108.70	127.63	17.41%	110.40	1.56%	105.82	4.32%
20250515	600315 CH	上海家化	ML	中性	24.65	25.48	3.37%	23.76	-3.61%	23.42	1.45%
20250514	6069.HK	盛業	MT	買入	12.68	17.50	38.01%	11.60	-8.52%	12.54	-7.50%
20250528	3690.HK	美國	MT	買入	136.00	193.00	41.91%	138.00	1.47%	130.30	5.91%
20250509	1836.HK	九興控股	EL	減持	14.26	12.08	-15.29%	14.00	-1.82%	12.84	9.03%
20250521	941.HK	中國移動	EL	中性	85.80	81.66	-4.83%	88.00	2.56%	81.05	8.57%
20250530	762.HK	中國聯通	EL	中性	9.67	9.19	-4.96%	9.45	-2.28%	8.88	6.42%
20250512	425 HK	敬實集團	ZJ	買入	18.44	27.80	50.76%	21.25	15.24%	18.60	14.25%
20250522	601689 CH	拓普集團	ZJ	增持	51.53	59.10	14.69%	49.30	-4.33%	52.25	-5.65%
20250529	002085 CH	萬豐奧威	ZJ	增持	15.90	18.17	14.28%	16.20	1.89%	16.71	-3.05%

A 股公司價格以人民幣計算 美股價格以美元計算
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 $\pm 5\%$ 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>.

© 2025 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

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

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

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

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

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

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

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

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

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 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