

# 研究部六月研究報告回顧

## Hong Kong | INVESTNOTES REPORTS REVIEW

行業：

- 汽車 & 航空 (章晶)
- 公用事業、商品 (李曉然)
- TMT & 半導體 (陶然)

### 汽車 & 航空 (章晶)

於本月本人發佈了春秋航空(601021.CH)，飛龍股份(002536.CH)，和雙環傳動(002472.CH)的更新報告。於其中，我們重點推薦飛龍股份和雙環傳動。

飛龍汽車部件股份有限公司成立於 2001 年，是國內汽車熱管理領域的領軍企業，在傳統與新能源雙賽道均保持強勁發展勢頭。在傳統熱管理領域，公司憑藉機械水泵、排氣歧管和渦輪增壓器殼體（簡稱“渦殼”）三大核心產品持續鞏固市場優勢，在新能源系統冷卻領域，主要產品包括電子水泵系列和溫控閥系列。目前公司實施“汽車+泛工業”雙線滲透戰略，在非車用領域開闢第二增長曲線，重點攻堅 5G 基站、AI 算力中心、新能源儲能、氫能裝備、高端農機等智能液冷解決方案，實現熱管理技術跨行業賦能。

2007 至 2024 年公司營業總收入複合增長率達 13.7%，其中 2024 年營收 47.23 億元，同比增長 15.34%。分業務看，發動機熱管理節能減排部件收入增長 19.4%，新能源相關部件收入增速達 40.44%，成為主要驅動力。2025 年一季度營收雖同比下降 10.55%至 11.1 億元，但淨利潤逆勢增長 3.06%至 1.23 億元，毛利率同比提升 4.84 個百分點至 25.33%，主要得益於產品結構優化、成本管控等多重因素。

24 年新能源及非車領域營收 5.26 億元，同比增長 40.44%。公司電子水泵為主打產品，功率範圍覆蓋 13W-3500W，現有產能 560 萬隻，2024 年市占率超 10%，居市場第四。公司近期與比亞迪簽訂 50 萬套電子油泵訂單協議，標誌著其在新能源熱管理領域的技術實力獲得頭部車企認可。

公司在新能源熱管理領域展現出強勁的產能擴張態勢，鄭州和蕪湖工廠二期項目的投產使熱管理集成模塊實現規模化量產，該產品線在 2025 年 1 月已進入批量交付階段，公司預計新能源熱管理部件年產能最高可達 800 萬隻，涵蓋電子水泵和溫控閥系列產品，可滿足約 120 萬輛新能源車的配套需求。目前泰國子公司龍泰汽車部件（泰國）有限公司正在有序建設中，總投資額約 5 億元人民幣，預計 2025 年 6 月底前開始試生產運行，2025 年年底之前全部投產，待全線投產後，預計會形成年產 150 萬隻渦殼、100 萬隻排氣歧管、50 萬隻機械水泵、100 萬隻電子水泵的生產能力，預計投產後最高可為公司帶來 15 億元的收入增量。

隨著新能源車滲透率提升和液冷服務器需求增長，公司“汽車+泛工業”雙線戰略有望持續釋放業績彈性，我們積極看好公司發展前景，預計公司 2025/2026/2027 年的每股盈利分別為 0.75/0.98/1.11 元人民幣，給予 25 年 21 倍市盈率估值，目標價 16.6，對應 2025/2026/2027 年 22/17/15 倍預計市盈率，增持評級。

雙環傳動專注於齒輪傳動產品製造，齒輪業務占比大約八成，並逐步完成從傳統齒輪產品向高精密齒輪及其相關零部件的轉型升級，目前主要產品為齒輪類產品（乘用車齒輪、商用車齒輪、工程機械齒輪、摩托車齒輪和電動工具齒輪）、減速器及其他產品，主要面向車輛的電驅動系統、變速箱、車橋等，此外也涵蓋了電動工具、軌道交通、風電以及工業機器人等應用領域。

2024 年，公司的營業收入 87.81 億元（人民幣，下同），同比+8.76%；歸母淨利潤達到 10.24 億元，同比+25.42%；扣非歸母淨利潤為 10.01 億元，同比+24.64%。每股收益 1.22 元，每股派息 0.226 元，派息比例 18.5%。

2025 年一季度，公司的營業收入 20.65 億元，同比-0.47%，主要因為鋼貿業務收縮，剔除該等影響，主營業務收入同比+12.5%；歸母淨利潤達到 2.76 億元，同比+24.70%；扣非歸母淨利潤為 2.69 億元，同比+28.27%。

分部門業務中，新能源汽車齒輪業務表現亮眼。2024 年度，該業務實現營收 33.70 億元，占公司總營收的 38.38%，同比+51.21%，展現強勁上升勢頭。2025 年一季度，該業務板塊營收增速持續好於下游新能源汽車銷量增速，在總營收中的占比進一步提升，成為業績增長的關鍵力量。

2024 年歸母淨利率 11.66%，同比+1.55pcts；2025Q1 淨利率 13.37%，同比繼續提升 2.7 pcts，盈利能力持續提升。

在市場關注度較高的新能源汽車齒輪領域，截至 24 年末，公司新能源汽車傳動齒輪產品已經建成 650 萬台套產能，產能利用率飽滿。匈牙利的新能源汽車齒輪傳動部件的生產基地，目前已經在設備進場調試階段，會根據已有訂單情況逐步釋放產能。隨著匈牙利工廠的建設推進，交貨週期和物流成本將得到降低，將為公司在全球市場的進一步擴張打下堅實基礎。

公司以齒輪技術為核心，持續推進產品多元化佈局。展望未來兩到三年內，公司各業務板塊的發展：首先，隨著國內 B 級及以上車型的銷量增長，對高精密、低噪音齒輪產品的需求激增，作為國內新能源汽車齒輪市場龍頭，公司有望憑藉技術優勢和銷售結構升級，進一步提升市場份額。另外，同軸減速器齒輪（應用於如工業機器人）和智能執行機構（應用於如掃地機器人）板塊的市場發展空間巨大，有望打造全新增長點。其他業務板塊，包括商用車、工程機械這些板塊，在近兩年預計整體偏穩。

雙環傳動是國內汽車齒輪行業和機器人 RV 減速器領域的領先者，依託產能、管理、研發、客戶等優勢，抓住了兩輪升級機遇（齒輪外包趨勢和新能源車爆發對高精度齒輪需求攀升）。公司未來有望繼續受益於新能源乘用車快速發展、商用車自動變速箱產業鏈擴張，以及機器人減速器、民生齒輪業務的快速發展。我們調整公司 2025/2026 年的每股盈利分別為 1.48/1.72 元（原為 1.53/1.89，考慮到關稅潛在隱患），同時引入 2027 年每股盈利預計 2.07 元，同比+22%/+17%/+20%，給予目標價至 35 人民幣元對應 2025/2026/2027 年 24/20/17 倍預計市盈率，增持評級。

### 公用事業、商品（李曉然）

於本月本人發佈了洛陽鉬業 (3993.HK) 的更新報告和拉芳家化(603630.CH)的首發報告。

收購黃金公司推動業務多元化發展。4 月公司宣佈將以 5.81 億加元收購 Lumina 黃金公司全部股權。Lumina 黃金是一間貴金屬和基本金屬勘探公司，已於多倫多證券交易所上市，公司 100%持有位於厄瓜多爾西南部埃爾奧羅省的 Cangrejos 金礦項目。Cangrejos 是厄瓜多爾大型原生金礦項目，於 2023 年完成預可研。預可研報告顯示該金礦保有資源量 13.76 億噸，金平均品位 0.46g/t，內蘊黃金金屬 638 噸；儲量 6.59 億噸，金平均品位 0.55g/t，內蘊黃金金屬 359 噸。礦山壽命預計 26 年。該礦為典型的斑岩型礦，體量大，埋藏淺，全露天開採且剝采比低，加上周邊電力、水資源、道路和港口等基礎設施完備，因此開採成本將具競爭力。該礦目前仍在礦權範圍內及礦體深部進行勘探。此次收購預示著洛陽鉬業開始進軍黃金領域，推動業務多元化發展，疊加黃金價格處於高位，未來有望為公司收入帶來增長。

公司對 25 年主要產品全年產量做出指引，其中銅金屬預計為 60-66 萬噸；鈷金屬為 10-12 萬噸；鉬金屬為 1.2-1.5 萬噸；鎢金屬為 6500-7500 噸；鈮金屬為 9500-10500 噸；磷肥為 105-125 萬噸，實物貿易量為 400-450 萬噸，整體指引產量高於去年，結合我們預測銅價將處於較高位置、鈷價將上漲，公司量價共振，有望實現營業收入的持續增長。我們同樣期待完成黃金公司收購後公司新業務的發展及管理層調整為公司帶來的變化。我們上調對公司收入的預測，預計公司在 2025-2027 年收入分別為 2194 億元，2259.3 億元和 2338.2 億元，EPS 為 0.72/0.85/0.99 元，BVPS 為 3.47/3.72/3.91，對應市淨率(P/B) 為 1.79x/1.67x/1.59x，給予公司 2025 年 1.93 倍 P/B（與過去一年平均市淨率相若），並給予 7.31 港幣的目標價，維持“增持”評級。。

### TMT & 半導體（陶然）

於本月本人發佈了兩篇研報：騰訊控股 (700.HK) 和小米集團 (1810.HK)。

2025 年第一季度，公司實現總營收 1800 億元（人民幣，下同），同比增長 12.9%；盈利能力方面，未經調整經營利潤為 576 億元，同比增長 9.5%，經營利潤率由去年同期 33.0% 微降至 32.0%。未經調整期內盈利為 497 億元，同比增長 16.6%。分部收入方面，1Q25 增值服務業務收入實現強勁增長，同比增長 17.1% 至 921 億元，主要由於本土市場遊戲去年低基數貢獻。行銷服務收入同比增長 20.2% 至 319 億元，得益於用戶參與度提高、廣告平臺持續的 AI 升級以及微信交易生態系統的優化。金融科技及企業服務業務收入同比增長 5.0% 至 549 億元，主要由於消費貸款服務及理財服務收入增長和雲服務收入及商家技術服務費的增長。

總體來說，我們看好 AI 助力公司的中長期成長，我們上調公司 25-27 年營業收入分別為 7379/8099/8859 億元，經調整淨利潤分別為 2950/3153/3467 億元，對應 EPS 為 28/30/33 元，當前股價對應 PE 為 17/16/14x；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 10% 的折讓價值，我們預計 2025 年騰訊合計目標市值 5.1 萬億元，對應目標價 602 港元，更新評級為“增持”。

2025 年第一季度，小米實現總營收 1113 億元（人民幣，下同），同比增長 47.4%；盈利能力方面，經營利潤為 131 億元，同比增長 256.4%，經調整淨利潤為 107 億元，創歷史新高，同比增長 64.5%。分部收入方面，1Q25 手機×AIoT 收入 927 億元，同比增長 22.8%，主要由於智慧手機出貨量的提升；智慧電動汽車等創新業務收入 186 億元，毛利率達 23.2%。

非汽車業務方面，智慧手機市場上行週期將延續至 2025 年，同時中國刺激政策將推動消費需求復蘇，同時公司將受益於高端化戰略，推動產品 AI 功能逐步升級。汽車業務方面，公司收入有望保持高速增長，同時毛利率穩步提升。總體來說，我們看好公司的中長期成長，認為公司的合理估值為 35 倍 2025 年 PE，對應每股目標價 60 港元。我們預計公司 25-27 年營業收入分別為 4906/6004/7040 億元，淨利潤分別為 397/495/592 億元，對應 EPS 為 1.59/1.98/2.37 元，當前股價對應 25-27 年 PE 為 30/24/20x。整體而言，我們上調評級為“增持”。

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
20250609	601021.CH	春秋航空	ZJ	增持	57.55	65.50	13.81%	55.65	-3.30%	58.80	-5.36%
20250611	700.HK	騰訊控股	MT	增持	515.00	602.00	16.89%	503.00	-2.33%	498.20	0.96%
20250612	3993.HK	洛陽鉚鋸	ML	增持	6.76	7.31	8.14%	7.98	18.05%	6.00	33.00%
20250617	1810.HK	小米集團	MT	增持	52.00	60.00	15.38%	59.95	15.29%	50.95	17.66%
20250618	002536.CH	飛龍股份	ZJ	增持	14.31	16.60	16.00%	14.96	4.54%	13.90	7.63%
20250620	603630.CH	拉芳家化	ML	中性	23.94	24.65	2.97%	22.42	-6.35%	24.85	-9.78%
20250626	002472.CH	雙環傳動	ZJ	增持	31.27	35.00	11.93%	33.49	7.10%	31.61	5.95%

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](http://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](http://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](http://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](http://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](http://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](http://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](http://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](http://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](http://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](http://www.phillipcapital.com.au)