

# 研究部八月研究報告回顧

## Hong Kong | INVESTNOTES REPORTS REVIEW

行業：

汽車 & 航空（章晶）

TMT & 半導體（陶然）

公用事業、商品、海運、銀行（李曉然）

### 汽車 & 航空 (章晶)

於本月本人發佈了巨星科技(002444.CH)的首發報告，和吉利汽車(175.HK)更新報告。

巨星科技成立於 1993 年，以手工具製造代工業務起步，2009 年創立首個自主品牌 Workpro，開始由客戶品牌（ODM）向自有品牌（OBM）業務過渡，同時持續進行海外並購，拓展品牌矩陣，帶動公司規模不斷擴大，目前公司產品主要面向歐美，2024 年海外營收占比 95%。公司產品主要包括家庭消費用手動工具，電動工具和工業工具，營收分別為 100.69 億元（人民幣，下同），14.38 億元和 32.29 億元，其中 OBM 和 ODM 占比分別為 47.92%和 51.67%。

公司 2024 年實現營收約 147.95 億元，同比增加 35.37%；歸母淨利潤 23.04 億元，同比增加 36.18%；毛利率 32.01%。從 2019 年來 5 年營收平均增速 17.5%，淨利增速 20.6%。

7 月 10 日公司發佈業績預報，預計 2025 年上半年歸母淨利潤為 12.53-13.73 億元，增速預計 5%-15%；扣非歸母淨利潤預計 12.67-13.88 億元，增速預計 5%-15%，對應 Q2 歸母淨利潤增長中樞達 9.2%，好於市場預期。

儘管由於美國關稅衝擊，公司第二季度實際有 40 天左右產能利用率受到了不同程度的負面影響，使得訂單交付和公司收入受到較大影響，預計第二季度收入相比去年同期基本持平，但公司依靠跨境電商銷售和新產品特別是電動工具產品銷售的增加有效提升了毛利率水平，預計 Q2 歸母淨利潤將有所增長，反映出公司強勁的增長潛力。

2021 年起，公司將電動工具列入戰略發展的業務，並於 2024 年在主流市場實現了 20V 鋰電池工具的突破，接連公佈了兩大國際零售客戶關於鋰電池電動工具系列和相關零配件的中標訂單，預計訂單整體採購金額分別為每年不少於 3000 萬美元和 1500 萬美元，且前個訂單特別要求針對美國市場產品的生產和交付地為越南，是公司首個中國以外地區生產交付的電動工具訂單，標誌著公司的全球化供應能力獲得頂級客戶驗證。後者則是來自歐洲的訂單，是公司首次進軍歐洲電動工具市場。

公司自 2018 年起通過自建東南亞工廠和收購歐美工廠的方式，加快了海外產能的佈局，目前在全球已擁有 23 個生產基地，其中中國 11 個，東南亞 3 個，歐洲 6 個，美國 3 個。全球化的供應鏈體系不僅提升了公司在面對突發市場需求時的響應效率，也增強了其對全球貿易壁壘的抵禦能力。公司收入集中于歐美市場，未來將依託產能外遷，實現“中國研發-東南亞製造-歐美銷售”的完整貿易鏈條。

我們看好公司持續增長潛力，預計公司 2025/2026/2027 年的每股盈利分別為 2.04/2.62/3.26 元人民幣，給予 26 年 15 倍市盈率估值，目標價 39.4，對應 2025/2026/2027 年 19.3/15/12.1 倍預計市盈率。

吉利汽車公佈 2025 年中期業績，2025 年上半年的總收入達到 1502.8 億元（人民幣，下同），同比+26.5%，創歷史新高；歸母淨利潤 92.9 億元，同比-13.9%；如果剔除外匯匯兌收益、減值虧損及 2024 年視為出售附屬公司之收益後，核心歸母利潤為 66.6 億元，同比+102%。

2025 年上半年，公司整體毛利率同比-0.3 個百分點至 16.4%，主要系經濟型新能源車型銷售占比提升及行業價格競爭加劇所致，但通過規模效應顯現及 GEA 架構產品盈利能力提升實現部分抵消。其中，極氪汽車的毛利率達到 19.7%，Q1/Q2 的單季毛利率分別為 18.8%和 20.5%，反映了 2 月份極氪領克整合後帶來的協同效應開始顯現。

費用方面，銷售費用率/管理費用率分別同比-1.0/-0.7 個百分點，至 5.6%/1.9%，顯示規模效應和渠道整合成效；研發投入同比-8.6%至 83.5 億元，主要用於新能源及智能化技術佈局，研發費用率同比-1.1 個百分點至 6.6%，反映了整合帶來的技術協同效應。

因此，公司在單車平均售價同比-1.4 萬元至 9.6 萬元的前提下，仍實現了單車核心歸母淨利潤同比+37%至 4724 元。

上半年公司出口 18.4 萬輛，同比-7.7%，主要受到東歐市場拖累影響，不過新能源車出口表現出色，同比+146%至 4.0 萬輛。出口銷量目前僅占吉利總銷量的 13%，未來有較大提升空間。公司設立了歐洲，拉美非，中東亞，東盟，東歐五個海外大區，從組織架構，資源調度，售後服務，產品規劃等方面加快國際化戰略的推進。隨著今年下半年銀河 E5/星艦 7/星願等車型全面進入海外市場，高端車型領克 08 和 Z10，極氪 7X 和 009 的加速推廣，海外市場銷量有望重回快速增長勢頭。

新車型方面，2025 年公司計劃發佈 10 款新車型，其中銀河/極氪/領克品牌分別為 5/3/2 款。已經上市的星耀 8、領克 900、極氪 007GT，收穫了市場的良好反響，爆款潛質日益顯現。下半年值得期待的包括銀河 A7/M9、極氪 9X/8X、領克 10EM-P 等新車型的陸續上市，以及隨著新品導入逐漸發力的海外市場。

根據最新財報數據和展望，我們微調 2025/2026/2027 年 EPS 預計值分別為 1.537/1.852/2.320 元人民幣，給予 2026 年 12 倍市盈率估值，調整公司目標價至 24.3 港元，對應 2025/2026/2027 年各 14.4/12/9.6 倍預計市盈率。

### TMT & 半導體（陶然）

於本月本人發佈了兩篇研報：泡泡瑪特(9992.HK)和阿里巴巴（9988.HK）。

泡泡瑪特（POP MART）是一家中國領先的潮流文化娛樂公司，成立於 2010 年，總部位於北京。該公司以潮流玩具為核心，構建了覆蓋 IP 孵化與運營、潮流玩具零售、主題樂園與體驗和數位娛樂的全產業鏈綜合運營平臺。泡泡瑪特擁有眾多受歡迎的 IP 形象，如 Molly、DIMOO、SKULLPANDA 等，並通過線上線下多種管道銷售產品，深受年輕消費者喜愛。

2024 年全年，公司實現總營收 130 億元（人民幣，下同），同比增長 106.9%；經營利潤為 42 億元，同比增長 237.6%，歸母淨利潤 31 億元，同比增長 188.8%；銷售毛利率達 66.8%，同比提升 5.5 個百分點，主要受益於產品結構優化及海外高毛利業務占比提升。按渠道劃分，中國內地業務收入為 80 億元，同比增長 52.3%；其中，零售店銷售收入 38 億元，同比增長 43.8%。線上銷售收入為 27 億元，同比增長 76.9%。機器人商店銷售收入 7 億元，同比增長 26.4%。港澳臺及海外業務收入為 51 億元，同比增長 375.2%；其中，零售店銷售收入 29 億元，同比增長 404.0%。線上銷售收入為 15 億元，同比增長 834.0%。

作為潮玩文化與商業化的開拓者和引領者，公司依託全產業鏈優勢，多維度開發運營 IP 並實現價值轉化。產品品類擴張成效顯著，出海業務邁入加速增長新階段。因此，我們預計公司 25-27 年營業收入分別為 261/377/485 億元，歸母淨利潤為分別為 70/106/142 億元，對應 EPS 為 5.23/7.93/10.57 元。考慮到公司高成長性，我們選取 55 倍 2025 年預測 PE，對應目標價為 316 港元，當前股價對應 2025-2027 年 PE 為 48/32/24x，給予“增持”評級。

公司提供技術基礎設施及行銷平臺，運營七個業務分部。中國商業分部包括中國零售商業業務如淘寶、天貓、盒馬等以及批發業務。國際商業分部包括國際零售及批發商業業務，如 Lazada、速賣通等。本地生活服務分部包括基於位置業務，如餓了麼、高德、飛豬等。菜鳥分部包括國內及國際一站式物流服務及供應鏈管理解決方案。雲業務分部包括向國內外企業提供公有雲服務和混合雲服務，如阿里雲及釘釘。數位媒體及娛樂分部包括優酷、誇克和阿里影業，以及其他內容和分銷平臺以及線上遊戲業務。創新業務及其他分部包括達摩院、天貓精靈及其他業務。

FY2025Q4，公司實現總營收 2365 億元（人民幣，下同），同比增長 6.6%；經營利潤為 285 億元，同比增長 92.8%；經調整 EBITA 為 326 億元，同比增長 36.1%；經調整淨利潤 298 億元，同比增長 22.2%。

閃購業務單量預計將持續增長，並有望帶動電商主站流量提升。未來需重點關注該業務的履約能力穩定性以及商家供給端的增長情況。因此，我們預計公司 FY26-28 年營業收入分別為 10436/11601/12596 億元，經調整淨利潤分別為 1379/1581/1847 億元，對應 EPS 為 6.02/7.21/8.42 元。考慮到公司高成長性，我們採取 SOTP 估值法，得到目標價為 144 港元，當前股價對應 FY2026-2028 年預測 PE 為 21/17/15x，給予“增持”評級。

### 公用事業、商品、海運、銀行（李曉然）

於本月本人發佈了珀萊雅 (603605.CH) 的更新報告。

2024 年公司實現營收 107.78 億元（人民幣，下同），同比增長 21.04%，首次突破百億大關，主要系線上管道營收增長所致；營業成本為 30.84 億元，同比增長 15.18%；銷售費用為 51.61 億元，同比增長 29.93%，主要系本期形象宣傳推廣費同比增長；研發費用為 2.1 億元，同比增長 21.21%，研發費用率為 1.95%，同比基本持平；歸母淨利為 15.52 億元，同比增長 30%；經營活動產生的現金流量淨額為 11.07 億元，同比減少 24.6%，主要系貨款、形象宣傳費、稅費以及員工薪酬等支付均有所增加；基本每股收益為 3.93 元，同比增長 30.56%。

2025Q1 公司實現營收 23.59 億元，同比增長 8.13%；歸母淨利為 3.9 億元，同比增長 28.87%；經營活動產生現金流量淨額為 6.75 億元，同比增長 56.78%；基本每股收益為 0.99 元，同比增長 30.26%。Q1 營收同比增長速度明顯不及去年全年，我們認為主要是因為 Q1 並非是化妝品消費旺季，通常化妝品消費旺季集中在每年的夏季（6-8 月）以及年末大促節點（10-12 月）。

美妝行業競爭格局正在重塑，只有夯實自身產品競爭力而且善用平臺資源的品牌才能在激烈的競爭之中生存。珀萊雅在國貨美妝賽道中具備較強的產品創新與渠道運營能力，公司持續推行大單品戰略，同時不斷豐富產品矩陣，坐穩國貨美妝龍頭之位。我們認為未來公司會逐步從高增長進入穩固增長階段，但短期內營收仍有望維持雙位數增長。我們預測公司的營業收入在 2025-2027 年分別為 123.85 億元和 141.04 億元及 157.91 億元，EPS 為 4.56/5.31/6.02 元，對應市盈率 (P/E) 18.11x/15.54x/13.72x，給予公司 114 元的目標價，對應 2025 年 25 倍預期 P/E，維持“買入”評級。

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
20250812	9992.HK	泡泡瑪特	MT	增持	278.80	316.00	13.34%	322.40	15.64%	246.00	31.06%
20250827	9988.HK	阿裡巴巴	MT	增持	124.50	144.00	15.66%	115.70	-7.07%	115.70	0.00%
20250818	002444 CH	巨星科技	ZJ	增持	34.62	39.4	13.81%	30.81	-11.01%	31.11	-0.96%
20250826	175 HK	吉利汽車	ZJ	買入	19.71	24.3	23.29%	19.56	-0.76%	17.68	10.63%
20250813	603605.CH	珀萊雅	ML	買入	82.58	114	38.05%	83.83	1.51%	81.99	2.24%

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 $\pm$ 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)