

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)

於本月本人發佈了正裕工業(603089.CH)，寧德時代(3750.HK)，中鼎股份(000887.CH)的首發報告，和信義玻璃(868.HK)的更新報告。於其中，我們重點推薦寧德時代和中鼎股份。

寧德時代是全球領先的動力電池系統供應商。公司已在全球設立六大研發中心、十三大電池生產製造基地（其中十一處位於國內，兩處分別位於德國和匈牙利），服務網點遍佈 64 個國家和地區，全球平均每三輛新能源車就有一輛裝載寧德時代電池，儲能電池在全球應用超過 1,700 個項目。2024 年，公司以 37.9% 的市場份額連續 8 年位列全球動力電池安裝量第一，以 36.5% 的市場份額連續 4 年位列全球儲能電池出貨量第一。

公司在鋰電池領域深耕多年，具備了全鏈條自主、高效的研發能力，在電池材料、電池系統、電池回收等產業鏈領域擁有核心技術優勢及前瞻性研發佈局，覆蓋全球最廣泛的動力與儲能客戶群體。通過持續的技術創新、產業鏈整合以及全球化市場拓展，逐步確立了公司在新能源汽車產業鏈中的核心地位。

根據最新的財報數據，寧德時代 2025 年上半年實現收入 1788.86 億元，同比增長 7.27%，其中海外收入 612.08 億元，占收入比重 34.22%；歸母淨利潤 304.85 億元，同比增長 33.33%，扣非歸母淨利潤 271.97 億元，同比增長 35.62%。EPS 為 6.92 元。公司向全體股東每股派發現金紅利 1.007 元，對應 15% 的派息率。

毛利率 25.0%，同比減少 1.51 個百分點。根據新會計準則，產品質保金從費用項調整為成本項，銷售費用率相應減少而毛利率略有下降。另外，碳酸鋰等資源及原材料價格波動，公司產品單位銷售價格略有下降。

淨利率 18.1%，同比增加 3.17 個百分點，達到 2018 年來的新高，主要受益於產能利用率高企，國產化率和良率的提升，規模效應顯現，產品結構優化，匯兌收益增加，海外貢獻增加等因素。公司資產負債率持續下降，2025 年上半年為 62.59%，較 2024 年同期的 69.26% 明顯改善。現金流強勁，經營性現金流淨額 586.87 億元，同比增加 31.26%。

動力電池方面，公司已在德國、匈牙利等地建設生產基地，並計劃在西班牙新增 50GWh 產能。受益於歐洲的新能源車市場快速擴張，海外業務的增長將為其提供新的利潤來源。儲能方面，寧德時代在往下游系統端延伸，中東、澳洲等項目也能貢獻可觀的盈利能力。隨著 AI 數據中心、5G 基站等新興應用場景的崛起，儲能需求將持續增長。

寧德時代在固態電池、鈉離子電池、全氣候電池等領域持續發力，上半年推出第二代神行超充電池、驍遙雙核電池、鈉新電池，儲能領域，公司宣佈量產交付 587Ah 大容量儲能專用電芯，發佈全球首款可量產的 9MWh 超大容量儲能系統解決方案 TENERStack。固態領域，公司已組建領先的技術團隊，投入持續加大，科學問題已經基本解決，預計 2028 年前實現固態電池的量產。這些技術的突破將幫助公司應對未來市場需求的變化，並進一步鞏固其競爭優勢和行業領先地位。

長期來看，全球尤其是歐洲和中國的電動車紅利期仍在持續，創新業務的想像空間巨大，龍頭企業的優勢將更為凸顯，強者恒強的格局有望持續。我們預計公司 2025/2026/2027 年的每股盈利分別為 14.45/17.25/20.68 元人民幣，同比增長 24.8%/19.4%/19.9%，考慮到寧德時代在全球電動化趨勢當中將深度受益，或超市場預期，給予目標價至 566 港元對應 2025/2026/2027 年 36/30/25 倍預計市盈率。

中鼎股份成立於 1980 年，是以汽車零部件為主導的跨國民營企業集團。2008 年起，公司通過海外並購，業務不斷擴張，目前業務主要包括智能底盤系統業務-空氣懸掛系統，智能底盤系統業務-輕量化底盤系統，熱管理系統，密封系統和人形機器人業務。

近年來公司積極佈局新能源汽車領域，以智能底盤系統為核心，同時在熱管理系統、底盤輕量化系統、空氣懸掛系統等多個新能源板塊處於國際領先水平。2025 年上半年，公司實現營業收入/歸母淨利潤/扣非淨利潤分別為 98.46 億元/8.17 億元/7.8 億元，同比增長分別為+1.83%/+14.11%/+21.53%，銷售毛利率為 23.58%，同比 +1.35pct。

2025H1 公司在冷卻系統（熱管理）/橡膠業務/密封系統/輕量化底盤/空懸系統的收 入 分 別 為 26.06/20.43/19.42/15.46/5.68 億 元 ， 同 比 分 別 +2.77%/+5.88%/+0.27%/+8.08%/-0.66%。上半年公司於新能源領域業務已經達到 37.62 億元銷售額，占汽車業務營業收入比例為 39.56%，其中國內新能源領域業務銷售額為 28.87 億元，占國內營業收入比例為 52.94%。

在手訂單上，空懸系統/輕量化底盤/冷卻系統已獲訂單分別達到 158/55/71 億元。公司自 2008 年以來實現的國際化戰略漸漸進入收穫期，2014 年至 2018 年，中鼎股份通過一系列海外並購，如德國 KACO 和法國 TFH，實現了國際化佈局的加速推進。截止 25 年 H1，公司的亞洲、歐洲、美洲三大區域生產占比分別為 65.41%、25.04%、9.55%。通過對全球資源的有效整合，使公司的技術、品牌、盈利水平、客戶群體得到了快速提升，實現內生外延的雙輪驅動；同時公司集中優勢資源加大了對新能源汽車、汽車電子、系統總成等領域的開拓力度，為未來的持續發展孵化和儲備項目。

公司在汽車熱管理業務基礎上積極佈局儲能熱管理及超算中心熱管理。公司在儲能領域已推出系列化液冷機組，及浸沒式液冷機組；超算中心熱管理領域主要產品為 CDU(冷液分配裝置)，未來根據實際需要，逐步將浸沒式技術運用到超算中心熱管理中，目前公司正在加速與客戶對接。

機器人業務方面，公司通過安徽睿思博公司、星匯傳感等子公司在關節總成、諧波減速器、行星減速器、力覺傳感器等產品上完成產業佈局，目前公司的橡膠產品已經完成配套，輕量化骨骼已經向客戶送樣，最終實現機器人關節總成產品的生產製造。目前公司及子公司已與深圳市眾擎機器人科技有限公司、埃夫特智能裝備股份有限公司簽署戰略合作協議；同時公司也與深圳逐際動力科技有限公司簽訂項目意向合作協議，形成上下游產業鏈佈局，推進機器人本體智造及代工業務發展。

公司汽車領域業務穩健，同時積極開拓液冷與機器人業務，我們強烈看好公司發展前景，預計 2025-2027 年的每股盈利分別為 1.21/1.45/1.63 元人民幣，給予 26 年 20 倍市盈率估值，目標價 29 元，對應 2025/2026/2027 年 24/20/17.8 倍預計市盈率，增持評級。

TMT & 半導體（陶然）

於本月本人發佈了兩篇研報：美團(3690.HK)和騰訊控股（700.HK）。

2025 年第二季度，美團實現總營收 918 億元（人民幣，下同），同比增長 11.7%，環比增長 6.1%；盈利能力方面，經營利潤為 2 億元，同比下降 98.0%，環比下降 97.9%；經調整淨利潤 15 億元，同比增長下降 89.0%，環比下降 86.3%。分部收入方面，2Q25 核心本地商業收入 653 億元，同比增長 7.7%，經營利潤為 37 億元，同比下降 75.6%，經營利潤率同比下降 19.4 個百分點至 5.7%，主要由於外賣行業競爭激烈；新業務收入 265 億元，同比增長 22.8%，經營虧損為 19 億元，同比上升 43.1%，主要由於海外擴張程度加大，經營虧損率環比改善 3.1 個百分點至 7.1%，主要由於運營效率提升。

公司財務資源與阿裡相比更為有限，使得公司在持久的燒錢大戰中可能處於不利地位，並面臨市場份額流失的風險。但考慮到 2026 到 2027 期間的盈利修復潛力，我們調整公司 2025-2027 年營業收入預測分別為 4017/4546/5129 億元，歸母淨利潤分別為 238/311/398 億元，對應 EPS 為 4/5/7 元；根據 SOTP 估值法，我們測算 2025 年美團合計目標市值 6647 億元，下調目標價至 118.3 港元，當前股價對應 2025-2027 年 PE 為 24x/18x/14x，我們下調評級為“增持”。公司分部價值包括以下部分：

- 1) 核心本地商業 5268 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 818 億元，採用 0.8 倍的 2025 年 P/S；
- 3) 淨現金 561 億元。

2025 年第二季度，公司實現總營收 1845 億元（人民幣，下同），同比增長 14.5%；盈利能力方面，經營利潤為 601 億元，同比增長 18.5%，經營利潤率由去年同期 31.5%增長至 32.6%。归母净利润為 556 億元，同比增長 16.8%。分部收入方面，2Q25 增值服務業務收入實現強勁增長，同比增長 15.9%至 914 億元，主要由於頭部遊戲持續穩健。營銷服務收入同比增長 19.7%至 358 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 10.1%至 555 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。

鉴于公司游戏与广告业务增长超预期，经营杠杆效应持续显现，加之 AI 技术对全生态的赋能作用，我们相应上调其盈利预测。因此，我們上調公司 25-27 年營業收入分別為 7467/8286/9176 億元，經調整归母淨利潤分別為 2591/2792/3139 億元，對應 EPS 為 28/30/34 元，當前股價對應 PE 為 20/18/16x；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 5.6 萬億元，對應目標價 682 港元，維持評級為“增持”。

公用事業、商品、海運、銀行（李曉然）

於本月本人發佈了毛戈平 (1318.HK) 的更新報告，上美股份(2145.HK)和鉅子生物 (2367.HK) 的首發報告。

上美股份是科研賦能的多品牌化妝品行業領導者。公司起源於 2002 年，擁有韓束、一葉子、紅色小象等三大主力品牌，並成功打造出 newpage 一頁、安敏優等第二增長曲線。公司佈局護膚、洗護、母嬰、彩妝四大賽道，在全球自建兩大科研中心和兩大供應鏈。

根據國家統計局資料，2025H1 中國社會消費品零售總額為 245458 億元，同比增長 5%。中國化妝品商品零售額為 2291 億元，同比增長 2.9%，增幅超過 2024H1，證明化妝品消費存在一定韌性，向上增長態勢不變。青眼情報資料顯示，7 月，抖音平臺美容護膚類目佔據主導，GMV 占比為 60.64%，同比增長 28.48%，環比下降 24.45%。公司旗下核心品牌韓束定位大眾護膚市場，newpage 一頁驗證新興品牌孵化能力強勢，我們預計以上兩個品牌下半年收入有望進一步增長。公司營收、歸母淨利連續三年實現高增，現金流穩健，為品牌行銷與研發投入提供基礎。我們預測公司的營業收入在 2025-2027 年分別為 85.59 億元，106.13 億元及 129.47 億元，EPS 為 2.63/3.11/3.79 元，對應市盈率(P/E) 32.3x/27.2x/22.4x，給予公司 100 港元的目標價，對應 2025 年 35 倍預期 P/E，給予"增持"評級。

毛戈平 (1318.HK) 主要從事 MGPIN 與至愛終生兩大品牌彩妝、護膚系列產品的研發、生產、銷售及化妝技能培訓業務。憑藉著創始人、化妝藝術大師毛戈平先生對化妝美學的深刻認識，對東方女性面部輪廓及膚質特性的獨到理解以及自身影響力，公司逐漸在化妝品及化妝技能培訓領域樹立起品牌優勢。隨著產品種類日益豐富，線上線下管道均實現穩定增長，公司成為高端美妝的國貨之光。

毛戈平是高端美妝的國貨之光，其核心驅動力來自高端定位下的產品溢價、線上線下全管道協同擴張及彩妝大師品牌 IP 賦能。我們認為公司未來三年收入有望維持 25%以上的複合增長率。但長期來看，行業競爭加劇可能制約其發展空間。2025H1 公司收入持續高增但增速放緩，我們預計公司在 2025-2027 年收入分別為 51.58 億元，66.46 億元和 83.74 億元，每股盈利 EPS 為 2.42/3.12/3.93 元，目前股價對應市盈率(P/E) 38.8x /30.1x /23.9x，給予 2026 年 32 倍預期 PE，調整目標價為 108.52 港幣，維持"增持"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
20250905	3690.HK	美團	MT	增持	100.50	118.30	17.71%	104.50	3.98%	102.70	1.75%
20250912	700.HK	騰訊控股	MT	增持	633.50	682.00	7.66%	663.00	4.66%	596.50	11.15%
20250903	2145.HK	上美股份	ML	增持	92.20	100.00	8.46%	96.55	4.72%	90.40	6.80%
20250910	1318.HK	毛戈平	ML	增持	102.00	108.52	6.39%	103.70	1.67%	98.60	5.17%
20250924	2367.HK	鉅子生物	ML	增持	63.20	73.72	16.65%	56.50	-10.60%	53.95	4.73%
20250904	868 HK	信義玻璃	ZJ	增持	8.36	9.2	10.05%	9.02	7.89%	8.51	5.99%
20250911	603089 CH	正裕工業	ZJ	增持	16.48	18.78	13.96%	15.85	-3.82%	15.36	3.19%
20250925	3750 HK	寧德時代	ZJ	增持	501.5	566	12.86%	571.5	13.96%	424.2	34.72%
20250930	000887 CH	中鼎股份	ZJ	增持	24.79	29	16.98%	24.86	0.28%	23.16	7.34%

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

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