

# 研究部十月研究報告回顧

## Hong Kong | INVESTNOTES REPORTS REVIEW

行業:

汽車 & 航空 (章晶)

公用事業、商品、海運 (李曉然)

TMT & 半導體 (陶然)

### 汽車 & 航空 (章晶)

於本月本人發佈了敏實集團(425.HK)，福耀玻璃(3606.HK)，和飛龍股份(002536.CH)的更新報告。於其中，我們重點推薦敏實集團和福耀玻璃。

敏實集團 2025 年上半年實現營業收入 122.87 億元（人民幣，下同），同比增長 10.8%；歸母淨利潤 12.77 億元，同比+19.5%。業績增長主要驅動因素包括：1) 電池盒等新能源汽車零部件訂單持續放量帶動產能利用率提升；2) 海外生產基地產能爬坡貢獻增量收益；3) 單位運輸成本回落，有利的匯率方向，同時公司持續推進現地化生產策略並推行有效成本管控措施，令費用率下降。

按地區拆分，國內的營業額為 43.1 億元，同比-4.9%，主要受中國市場合資品牌份額下降影響；國際業務保持強勁，營業額同比+21.6%至 79.8 億元，主要歸功於歐洲市場電池盒與結構件業務的快速增長及國際市場傳統外飾件產品的穩健貢獻。國際業務占總營業額比重由 2024 年底的 59.7%提高 5.2 個百分點至 64.9%。北美、歐洲等地的現地化生產策略有效降低了關稅和地緣政治風險，同時增強了本地市場競爭力。

上半年公司的塑件、金屬及飾條、電池盒、鋁件等業務收入分別達到 28.7/26.6/35.8/24.7 億，同比+0.9%/+4.7%/+49.8%/+4.1%，占總收入比重分別同比-2.3/-1.3/+7.6/-1.3 個百分點，至 23.3%/21.6%/29.2%/20.1%。

於回顧期間，公司在電池盒與車身底盤結構件業務上取得突破，客戶結構進一步均衡：突破了歐洲豐田結構件業務，獲取到長城、吉利等多家中系客戶底盤結構件訂單；首次進入奇瑞電池盒業務領域以及再次獲取比亞迪電池盒訂單，首次突破通用汽車電池盒結構件業務，繼續擴大在斯特蘭蒂斯、大眾電池盒產品上的業務份額。在智慧內外飾上突破了北美福特、雷諾多個保險杠總成業務，並持續獲取豐田、現代起亞、長安、通用等客戶。

2025 年上半年經營活動現金流同比增長 5.1 億元，達 22.4 億元，現金流狀況良好，為公司派息及股份回購提供了基礎。資本開支為 9.02 億元，同比-17.5%，公司已度過高投入階段，未來將聚焦設備升級與柔性化改造。下半年隨著海外數條新產線持續爬坡，整體毛利率有望錄得環比小幅提升。

公司積極開拓新賽道，前瞻性地布局了低空飛行器 eVTOL，電動車無線充電，仿生機器人、包括電子皮膚、智慧面罩、一體化關節、機體和旋翼等核心零部件。期內公司與億航智慧、智元機器人等頭部企業展開合作，部分產品已完成多個客戶的小批量交樣，部分產品已獲得量產訂單，預計 26/27 年開始貢獻收入。

預計隨著 robotaxi 與自動駕駛快速發展，26 年無線充電行業將迎來爆發式發展。同時，基於電池盒技術，公司也在重點拓展 AI 液冷系統相關產品的開發和落地，旨在快速發展的人工智慧市場中分一杯羹。

公司整體經營穩健，盈利能力持續改善，展現出較強的抗風險能力和成長韌性。同時，新賽道的培育和新業務的拓展，有望打造第二成長曲線，驅動公司中長期可持續發展。

由於毛利率的提升慢於預期，基於謹慎考慮，我們調整公司 2025/2026/2027 年每股盈利至 2.35/2.77/3.25 元，調整公司目標價至 32.6 港元，對應 25/26/27 年 PE/PB 分別為 12.7/10.6/9.0 和 1.5/1.4/1.2 倍。

福耀玻璃 2025 年前三季度累計實現營收為 333.02 億元，同比增加 17.62%；實現歸母淨利潤 70.64 億元，同比增加 28.93%，再創歷史新高。其中，第三季度營業收入 118.55 億元，同比增加 18.86%；歸母淨利潤 22.59 億元，同比增加 14.09%。

今年以來汽車市場持續回暖，中國汽車市場 2025 年前三季度累計銷售了 2436.3 萬輛，同比增加 12.9%，美國輕型車新車銷售同比小升 4.4%。公司收入增速繼續跑贏行業，主要受益於高附加值產品滲透率的提升和市場份額進一步提高。

期內，智慧天幕玻璃、可調光玻璃、HUD 集成玻璃等創新產品持續放量，推動單車配套價值穩步上升，前三季度公司汽車玻璃單平米價格（ASP）同比提升約 6.9%，高附加值產品占比也進一步提升了 4.9ppts。隨著汽車智慧化、輔助駕駛級別不斷提升、各種新技術和場景的應用和發展、用戶體驗式消費增強，汽車玻璃高端化趨勢有望持續，公司產品結構中高附加值占比有繼續提升的空間。

毛利率錄得 0.99ppts 的同比上升，歸母淨利率 21.2%，同比提升 1.86 個百分點。業績驅動因素主要來自於產能利用率提升帶來的經營杠杆效應，費用率同比下降，以及匯兌收益增加和投資收益虧損收窄。前三季度公司銷售費用率為 2.84%，同比減少 0.01ppts；管理費用率為 7.29%，同比減少 0.07ppts；研發費用投入達 13.9 億元，占收入 4.18%，同比減少 0.11 ppts。

公司正加速推進福清、合肥及美國伊利諾州等生產基地的產能釋放。國內方面，福清、安徽等智慧製造基地正加速建設，預計 2025 年底前將陸續投產，新增產能將支撐全球份額進一步提升。海外業務方面，福耀美國公司 2025 年上半年實現淨利潤 4.33 億元，同比增長 11.8%，隨著當地產能利用率的逐漸攀升，當地語系化產銷研體系優勢凸顯，北美市場淨利率預計將穩定在 11.2%以上，並向 15%的目標邁進。

在全球汽車電動化與智慧化趨勢下，福耀玻璃的成長動能清晰。中長期看，預計汽車玻璃中高附加值產品占比仍有提升的空間，公司還在不斷拓寬產品邊界，打開長期可持續成長空間。此外，SAM 的後續減虧和美國工廠效率的提升，有望帶來更多潛在的盈利彈性。作為全球汽車玻璃行業龍頭，公司有望繼續受益於其產業優勢護城河，並保持較高分紅比例。我們預計 2025/2026/2027 的每股收益分別為 3.64/4.30/4.90 元，調整公司目標價至 79.8 港元，對應 2025/2026/2027 年 20/17/14.9 倍預計市盈率。

**公用事業、商品、海運 (李曉然)**

於本月本人發佈了老鋪黃金 (6181.HK) 的更新報告。

近期金價持續攀升，COMEX 黃金一度突破 4000 美元/盎司，黃金成為避險資產的首選，央行也在不斷增加黃金儲備，中國人民銀行最新資料顯示：2025 年 9 月，中國增持黃金 1.24 噸，截至 2025 年 9 月底，我國黃金儲備為 2303.52 噸。上周中美經貿衝突升級，黃金受避險利好價格上漲，長期來看，我們認為驅動黃金價格上漲的動力仍存，金價有望持續走強。中國黃金協會資料顯示，2025 年上半年，全國黃金消費量為 505.21 噸，同比下降 3.54%。其中：黃金首飾 199.83 噸，同比下降 26%，雖然高金價抑制黃金首飾消費，但輕克重、設計感強、附加值高的首飾產品仍然受青睞，這類產品使得商家盈利情況較好。根據弗若斯特沙利文的資料，預計到 2028 年市場規模將達到約人民幣 4,214 億元，複合年增長率達 21.8%，證明古法黃金市場發展潛力巨大。

老鋪黃金是古法黃金的龍頭企業，根據弗若斯特沙利文調研資料顯示，老鋪黃金消費者與路易威登、愛馬仕、卡地亞、寶格麗等國際五大奢侈品牌的消費者平均重合率高達 77.3%，再次驗證其品牌的高端定位。近日老鋪黃金香港中環 IFC 新店開幕，店鋪內人潮滿滿，店外大排長龍，側面顯現其產品在境外備受關注，相信未來境外店鋪數量逐步增加，將為公司收入貢獻更多增量。我們預測公司的營業收入在 2025-2027 年分別為 263.24 億元、337.93 億元和 400.45 億元。EPS 為 29.61/38.14/45.36 元，對應市盈率(P/E) 23.5x/18.2x/15.3x。給予公司 2026 年 20 倍預期 P/E，上調目標價為 829.13 港幣，維持“增持”評級。

**TMT & 半導體 (陶然)**

於本月本人發佈了兩篇研報：攜程(9961.HK)和中芯國際 (981.HK)。

2025 年第二季度，攜程實現總營收 149 億元（人民幣，下同），同比增長 16.2%，主要由於旅遊需求強勁。盈利能力方面，淨利潤為 49 億元，同比增長 25.5%，對應淨利率為 32.9%，同比上升 2 個百分點。分部收入方面，2Q25 住宿預訂收入 62 億元，同比增長 21.2%，主要由於國內和出境酒店業務的強勁增長；交通票務收入 54 億元，同比增長 10.8%，出境和國際票務為主要驅動因素；旅遊度假收入 11 億元，同比增長 5.3%，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 9.3%，主要由於企業差旅管理服務需求增長。費用方面，該季度公司總運營支出為 79 億元，同比增長 14.7%，與期內總營收的波動基本一致。2Q25 公司研發費用率/銷售費用率/行政費用率分別為 23.6%/22.4%/7.4%，同比+0.1pct/+0.2pct/-1.0pct，公司持續加大國際業務擴張和宣傳力度。

我們預計公司 25-27 年營業收入分別為 618/685/785 億元，歸母淨利潤分別為 180/204/230 億元，對應攤薄 EPS 為 25/29/32 元，當前股價對應 PE 為 21.6/19.1/16.9x。我們採取海內外 OTA 企業 Booking, Expedia, Airbnb 和同程旅行作為可比公司，採用 22 倍 2025 年預測 PE，據此測算目標價上調為 610 港元，評級為“中性”。

2025 年上半年，中芯國際實現營業收入 45 億元（美元，下同），同比增加 22.0%；毛利率為 21.4%，同比上升 7.6 個百分點；除稅前利潤 5.1 億元，同比增加 95.0%；歸母淨利潤 3.2 億元，同比增加 35.6%。

基於中芯國際近期產能擴張放緩、管理層對 2H25E 展望及 3Q25E 收入趨於保守，我們調整公司 25-27 年營業收入分別為 92/104/120 億美元，預計歸母淨利潤分別為 687/888/1133 百萬美元，對應 EPS 為 0.09/0.11/0.14 美元。整體而言，公司屬於晶圓代工環節龍頭企業，我們認為公司的合理估值略高於一個標準差的歷史平均 NTM 市淨率，為 1.8 倍 2025 年預測 PB，對應每股目標價 87 港元，調整評級為“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<br>股價 | 目標價    | 預期<br>回報率 | 該月收<br>盤價 | 該月<br>回報率 | 上一月收<br>盤價 | 該月股票<br>漲跌幅 |
|----------|-----------|------|-----|------|-----------|--------|-----------|-----------|-----------|------------|-------------|
| 20251021 | 425 HK    | 敏實集團 | ZJ  | 增持   | 29.48     | 32.6   | 10.58%    | 34.44     | 16.82%    | 33.82      | 1.83%       |
| 20251028 | 3606 HK   | 福耀玻璃 | ZJ  | 增持   | 70.05     | 79.8   | 13.92%    | 69.35     | -1.00%    | 77.294     | -10.28%     |
| 20251031 | 002536 CH | 飛龍股份 | ZJ  | 中性   | 22.4      | 23.2   | 3.57%     | 22.47     | 0.31%     | 24.37      | -7.80%      |
| 20251017 | 6181.HK   | 老鋪黃金 | ML  | 增持   | 756.5     | 829.13 | 9.60%     | 684.5     | -9.52%    | 712        | -3.86%      |
| 20251002 | 9961.HK   | 攜程   | MT  | 中性   | 598       | 610    | 2.01%     | 543.5     | -9.11%    | 596        | -8.81%      |
| 20251020 | 0981.HK   | 中芯國際 | MT  | 增持   | 73.9      | 87     | 17.73%    | 75        | 1.49%     | 79.55      | -5.72%      |

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) 63512939  
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)