

研究部十一月研究報告回顧

Hong Kong | INVESTNOTES REPORTS REVIEW

行業：

汽車 & 航空 (章晶)

公用事業、商品、消費 (李曉然)

TMT & 半導體 (陶然)

汽車 & 航空 (章晶)

於本月本人發佈了福萊特玻璃(6865.HK)，保隆科技(603197.CH)，和岱美股份(603730.CH)的更新報告。於其中，我們重點推薦保隆科技。

上海保隆科技起家於汽車氣門嘴業務，之後順應汽車發展趨勢，不斷擴張產品線，相繼涉足車輪平衡塊、排氣管件、輕量化結構件，TPMS(胎壓監測系統)，以及感測器，ADAS（即高級駕駛輔助系統，主要是視覺產品，毫米波雷達等），空氣懸架等汽車智慧化領域。公司的傳統業務氣門嘴、平衡塊、排氣管件、TPMS 的市場佔有率位於細分市場前列，具備較強的競爭力，是目前收入和利潤的主要來源，新興業務包括感測器、空氣懸架、ADAS 等智慧駕駛相關零部件和液壓輕量化結構件，是目前公司大力發展的核心方向，也是未來收入和利潤的重要增長點。

2025 年前三季度，保隆科技實現總收入 60.48 億元（人民幣，下同），同比+20.32%，單季度來看，Q1/Q2/Q3 分別實現營業收入 19.05/20.45/20.98 億元，同比分別+28.46%/+20.23%/+13.85%。公司的前三季度歸母淨利潤錄得 1.98 億元，同比-20.35%，扣除非經常性損益後的淨利潤為 1.32 億元，降幅達 36.95%，盈利能力受到明顯擠壓。其中，Q1/Q2/Q3 的歸母淨利潤分別為 0.95/0.40/0.63 億元，同比分別+39.99%/-50.76%/-36.92%。歸母淨利潤承壓，主要系汽車市場價格戰傳導至上游零部件行業，以及美國關稅實施的負面影響所致。

2025 年第三季度，公司的毛利率為 21.34%，同比-3.26 pcts，環比+0.86 pcts，顯示成本端壓力邊際緩和，主因高毛利產品占比回升、車企降價返利影響減弱及前期“搶出口”導致的海運費用從高峰回落。隨著後續與客戶的關稅分擔協定達成後，部分關稅支出或將回溯收入，同時，配套熱銷車型的返利也將陸續進賬，有望推動未來季度業績繼續改善。

公司的智慧懸架業務訂單連超預期，截至三季末，智慧懸架業務累計在手訂單超 240.70 億元，隨著配套車型如蔚來 ES8、樂道 L90、理想 i8、比亞迪騰勢的熱銷，空懸銷量保持高速增長的能見度較大。另外，感測器業務及 ADAS 等新興業務的拓展也在加速：COB 封裝攝像頭已通過 AEC-Q 認證，輪速感測器和高度感測器產品獲多個國內頭部合資和自主品牌以及海外品牌的定點，將在 2025Q4-2027 年陸續量產；截至三季末 ADAS 業務累計在手訂單超 68.70 億元。

公司的海外佈局穩步推進：泰國工廠預計明年一季度量產；匈牙利二期產線明年年中完成設備安裝調試，27 年一季度量產；美國工廠和墨西哥等新合作專案也在積極推進中，全球範圍內搭建產能供應鏈為公司後續發展提供了良好支撐。

整體來看，公司增長動能充沛，但盈利品質短期內面臨汽車價格戰擾動，中長期維度來看，受益於前瞻性佈局和累積競爭優勢的新興業務，有望助力公司開啟新一輪增長週期。

公用事業、商品、消費（李曉然）

於本月本人發佈了碧瑤綠色 (1397.HK) 和中國旭陽集團(1907.HK)的首發報告。

碧瑤作為香港回收服務行業領先者，未來將持續受益於政策紅利，包括塑膠飲料容器及紙包飲品盒生產者責任計畫以及北部都會區發展，政府正全速發展北部都會區，其中四個新發展區，包括古洞北／粉嶺北、洪水橋／廈村、元朗南及新田科技城已進入施工階段，屆時碧瑤所有業務都將受惠。截至 2025 年 6 月 30 日，公司手頭合約總價值約 31 億港元，其中約 10.44 億港元將於 2025 年底前確認，表明短期業績確定性高，且長期發展基礎堅實。公司客戶群主要為政府、半公營機構及公用事業單位，合計為公司提供 85%收益貢獻，這些客戶需求較少受到經濟週期的影響，保障了公司穩定和可持續收益。此外，公司維持穩定派息政策，連續 5 年維持約 30%派息率。公司表示一直在尋找合適的並購機會，比如物業管理相關公司，期待未來實現全產業鏈的垂直管理，如果成功，公司有望形成規模效應，進一步降本增效提升盈利水準。我們預測公司 2025 至 2027 年 EPS 為 29、31 及 35 仙，目標價為 1.55 港元，對應為 2026 年的預測市盈率為 5 倍，評級為“買入”。

中國旭陽集團有限公司(1907.HK)創立於 1995 年，現已發展成為中國及全球焦炭、焦化產品、精細化工產品和氫能產品的領先綜合生產商、供應商和服務商。弗若斯特沙利文 2024 年行業報告顯示公司是全球最大的獨立焦炭生產商及供應商；全球最大的焦化粗苯加工商、第二大高溫煤焦油加工商、第二大己內醯胺生產商(按產能計)，亦是中國最大的工業萘制苯酐及焦爐煤氣制甲醇生產商；和京津冀最大的高純氫供應商(按產量計)。

2025H1 公司高純氫銷量為 1143 萬方，同比增長 22.9%，氫能板塊收入為 5600 萬元，同比增長 47.4%。公司自 2020 年起積極佈局氫能領域，已形成規模化產能基礎。截至 2025 年 3 月底，公司在河北定州、邢臺、唐山及內蒙古呼和浩特擁有 5 條高純氫生產線，合計產能達 34 噸/天，4 座合計 5 噸/天加氫站，是全國第二以及京津冀地區最大的高純氫供應商。公司以“制-儲-運-加-用+研”為核心發展思路，構建了覆蓋氫源供應、儲運技術、終端應用的全鏈條體系。此外，公司計畫在河北、內蒙古等地推進氫能工業化專案，逐步拓展合成氨、氫燃料等應用場景。2025 年 9 月公司樂亭園區 5000Nm³/h 氫能專案一次開車成功，全線貫通投產，首車高純氫產品裝車發售，專案的成功投產助力公司氫能業務整體規模擴張，進一步提升了公司氫能市場佔有率，意味著公司在京津冀氫能市場的領先地位進一步鞏固。公司表示未來將持續探索氫能公司並購機會，如成功並購，將有助於公司進一步彌補技術短板、加速商業化進程。

中國旭陽集團作為全球焦化及精細化工龍頭企業，依託規模優勢與產業鏈一體化能力，傳統業務具備週期韌性，精細化工與氫能佈局為長期增長提供潛力。短期需關注焦炭盈利修復節奏與成本控制效果，長期則取決於氫能業務產業化進展及國際化擴張成效。當前公司估值處於歷史低位，年底有望迎來估值反彈。我們預計公司在 2025-2027 年收入分別為 435.63 億元，448.70 億元和 484.60 億元，BVPS 為 2.9/3.0/3.1 元，目標價為 3.13 港元，對應為 2026 年的預測市帳率為 0.96 倍（與過去三年平均 PB 相若），評級為“買入”。

TMT & 半導體（陶然）

於本月本人發佈了兩篇研報：網龍 (0777.HK) 和維諦技術 (VRT.US)。

2025 年上半年公司實現收益約 24 億元（人民幣，下同），同比下降 27.9%，主要由於業務調整影響；毛利為人民幣 17 億元，同比減少 24.7%，毛利率同比提升 2.9 個百分點至 69.5%；歸母淨利潤為 30 百萬元，同比下降 92.5%，主要由於無形資產減值虧損及一次性開支影響。分業務看，遊戲及應用服務收益為 17 億元，同比減少 18.1%，主要由於階段性因素。隨著降本增效的影響，遊戲及應用服務經營開支同比下降 14.7%。Mynd.ai 業務收益為 641 百萬元，同比下降 45.7%，主要由於宏觀經濟不確定性導致客戶削減預算。公司重視股東回報，擬派發 2025 年中期股息每股 0.5 港元，同比增長 25.0%。

網龍遊戲業務保持穩健增長，旗下《魔域》系列展現出卓越的長線運營能力；AI 技術廣泛應用於業務各環節，有效推動降本增效。教育科技板塊在出海方面處於行業領先地位，投資項目佈局多元、成果顯著。因此，我們預測公司 25-27 年營業收入分別為 4843/5330/5863 百萬元，預測歸母淨利潤分別為 426/566/602 百萬元，對應 EPS 為 0.81/1.07/1.14 元，當前股價對應 PE 為 15/11/10x；考慮到公司平臺化轉型成效顯著，我們給予公司 16 倍 2025 年預測 PE，對應每股目標價 14.1 港元，首次給予評級為“增持”。

維諦技術致力於設計、製造和維護關鍵數位基礎設施，其業務覆蓋資料中心（占 2024 年淨銷售額 80%）、通信網路（10%）及商業與工業領域（10%）。核心產品包括：關鍵基礎設施與解決方案（交直流電源管理、集成模組化解決方案、熱管理）、集成機架解決方案（機架、機架電源與配電、機架配電系統等），以及用於監控和管理數位基礎設施的管理系統。這些技術深度融入電子商務、網上銀行、檔共用、視頻點播、能源存儲、無線通訊、物聯網及線上遊戲等服務領域。旗下知名品牌包括 Vertiv、Liebert、NetSure、Geist、Energy Labs、ERS、Albér 和 Avocent。公司業務劃分為三大報告區域：美洲（占 2024 年淨銷售額 56%）、亞太地區（22%）以及歐洲、中東與非洲地區（22%）。

儘管訂單量增長伴隨增量利潤率收窄，反映公司自 2024 年第二季度以來定價能力有所削弱，但壓力緩解跡象已顯現。2025 年第三季度美洲地區貢獻了 40% 的增量營業利潤率，較上半年增量利潤率下滑態勢實現強勢逆轉，這主要得益於原材料成本和關稅影響的消退。管理層預計到 2026 年第一季度末可基本抵消關稅影響，我們相應設定 2025/2026 年基準情景下增量營業利潤率為 23%/24%。

DCF 分析中的關鍵假設：

1. WACC：資本結構為 67.6% 的債務和 32.4% 的股權，債務成本為 1.2%，實際稅率為 35.2%，股權成本為 27.2%。
2. 折現期自 2025 年第四季度起至 2026 年第四季度止，按季度計算。
3. 永續增長率為 4.0%，基於美國 GDP 增長率設定，並折算為季度增長率 1.0%。

考慮到 DCF 模型的局限性，我們採用三種估值方法，將該估值結果與 EV/EBIT 和 P/E 估值法進行了比較，最終得出目標價為 188 美元，首次給予評級“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
20251104	1397.HK	碧瑤綠色	ML	买入	1.20	1.55	29.17%	1.28	6.67%	1.20	6.67%
20251107	1907.HK	中國旭陽集團	ML	买入	2.29	3.13	36.68%	2.22	-3.06%	2.34	-5.13%
20251112	0777.HK	網龍	MT	增持	11.90	14.10	18.49%	11.34	-4.71%	12.14	-6.59%
20251117	6865.HK	福萊特玻璃	ZJ	增持	12.60	14.40	14.29%	10.45	-17.06%	12.22	-14.48%
20251121	VRT.US	維諾技術	MT	增持	165.00	188.00	13.94%	179.73	8.93%	192.79	-6.77%
20251125	603197 CH	保隆科技	ZJ	增持	34.40	39.00	13.37%	35.39	2.88%	37.64	-5.98%
20251128	603730 CH	岱美股份	ZJ	增持	8.21	9.17	11.69%	8.18	-0.37%	7.63	7.21%

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