

# 研究部四月研究報告回顧

## Hong Kong | INVESTNOTES REPORTS REVIEW

行業:

汽車 & 航空 (章晶)

公用事業、商品、消費 (李曉然)

### 汽車 & 航空 (章晶)

於本月本人發佈了吉利汽車(175.HK), 宇通客車(600066.CH) 的更新報告, 和春風動力(603129.CH)的首發報告。

2026 年第一季度, 吉利汽車累計交付汽車 70.94 萬輛, 同比+0.8%, 創下歷史同期新高, 重回自主品牌榜首。其中, 高端品牌表現突出: 領克 8.2 萬輛, 同比+12.5%, 極氫 7.7 萬輛, 同比+86.1%。領克 900, 極氫 9X, 銀河 M9 等 9 系列旗艦車型的上市, 拉開了公司在 SUV 領域高端化戰略的新序幕。海外市場方面, 一季度吉利汽車累計出口 20.3 萬輛, 同比+125.7%, 遠超行業平均增速+56.7%, 呈現爆發式增長, 占比達 28.6%。公司給出保 64 萬輛, 爭 75 萬輛的 2026 年全年出口銷量目標指引, 對應同比增速+52.4%~+78.6%, 出口業務將成為今年最重要的增長引擎。我們相信, 海外市場的快速放量和高盈利性, 有助於彌補國內市場的銷量放緩, 改善利潤率。2026 年第一季度, 公司新能源車累計銷量達到 36.91 萬輛, 同比+9%, 新能源滲透率提升至 52%, 3 月單月滲透率進一步升至 55%。

近期中東地緣衝突導致的油價震盪, 客觀上大幅度加速了電動汽車在全球市場的普及, 長遠來看, 利好掌握產品、技術、成本、供應鏈優勢的龍頭車廠, 公司的新能源汽車板塊, 有望迎來量利雙升的良好格局。

我們微調 2026/2027 年, 並引入 2028 年 EPS 預計值分別至 1.855/2.321/2.769 元人民幣, 給予 2026 年 12.5 倍市盈率估值, 調整公司目標價至 26.6 港元, 對應 2026/2027/2028 年各 12.5/10/8.4 倍預計市盈率, 增持評級。

宇通客車 2025 年實現營業收入 414 億元, 同比+11%, 歸母淨利潤 55.5 億元, 同比+35%, 扣非歸母淨利潤 45.8 億元, 同比+32%。公司實施高額分紅方案, 年度分紅為每股派發現金股利 2 元, 疊加半年度每股派 0.5 元, 全年累計現金分紅達 55.35 億元, 占其 55.54 億元淨利潤的比例接近 100%, 充分彰顯了公司充裕現金流, 和管理層對股東的回報承諾。

根據公司發佈的 2026 年一季報, 首季公司實現營業收入 59.09 億元, 同比-7.92%; 歸屬於上市公司股東的淨利潤 6.59 億元, 同比-12.69%; 經營活動產生的現金流量淨額 34.94 億元, 同比+146.51%。從銷售數據上來看, 一季度公司累計銷售 7652 輛, 同比-15.08%, 國內市場受到高基數和行業調整導致銷量承壓 (-29%yoy), 而海外市場 (+31%yoy) 和新能源出口 (+57%yoy) 市場繼續保持強勁。

宇通客車的出口業務已經覆蓋歐洲、美洲、亞太、中東、獨聯體、非洲等六大區域，當前已實現新能源客車批量出口至 60 多個國家和地區，並已在哈薩克斯坦、巴基斯坦、埃塞俄比亞、馬來西亞等十餘個國家和地區通過 KD 組裝方式進行本土化合作，形成“多極支撐、分散風險”的全球化銷售網絡，有效對沖國內需求波動。公司首個海外新能源車 KD 工廠落地卡塔爾，年產量為 300 輛，可擴展至 1,000 輛，支撐出口份額持續擴張，標誌著公司在海外新能源領域拓展步伐顯著提速。海外新能源客車整體滲透率目前僅約 15% 左右，未來提升空間巨大，預計公司海外市占率將進一步提升，而新能源客車占比提升將繼續推動淨利率抬升。

此外，公司 L2-L4 級智能網聯客車已經在 26 個國內城市以及卡塔爾、新加坡等海外地區實現常態化運營，覆蓋公交、園區、機場等多場景，隨著智能駕駛技術商業化落地加速，有望持續提升產品競爭力和附加值。

公司的龍頭地位穩固，規模化優勢顯著，技術成熟度、品牌和供應鏈優勢提振下，海外銷量占比提升有望成為業績增長新動能。公司歷來重視股東回報，分紅率維持高位，凸顯長期投資價值。

我們預計公司 2026/2027/2028 年的每股盈利分別為 2.71/3.13/3.46 元，我們給予公司的目標價 43.5 元，對應 2026/2027/2028 年各 16/13.9/12.6 倍預計市盈率，買入評級。

春風動力成立於 1989 年，從核心零部件研發起步，於 1998 年切入整車製造，目前主營業務聚焦全地形車、燃油摩托車、電動兩輪車的研發、生產與銷售，產品精準覆蓋運動休閒、戶外作業、公務出行等多元場景。公司是國內全地形車和中大排摩托車龍頭，其中，全地形車以外銷為主，排量覆蓋 400CC-1000CC，涵蓋 ATV (All-Terrain Vehicle)、UTV (Utility Vehicle)、SSV (Side by Side Vehicle) 車型，公司連續十餘年蟬聯歐洲主要市場全地形車佔有率第一；燃油摩托車以中大排量高端車型為主，排量主要涵蓋 125CC 至 1250CC，在國內 200cc 以上的跨騎和踏板車市場中，春風動力位列首位；電動兩輪車為新佈局業務，主要聚焦高端市場，打造業績增長新動能。

2025 年，公司實現營業收入/歸母淨利潤/扣非淨利潤分別為 197.46 億元/16.75 億元/15.81 億元（人民幣，下同），同比分別+31.3%/+13.83%/+9.70%，其中海外營收 137.9 億元，占比 69.84%；銷售毛利率為 26.94%，同比-3.12pct，主要受關稅增加影響；經營活動產生的現金流量淨額 39.66 億元，同比+33.4%。

2025 年淨利潤增速大幅低於營業收入主要因為：1) 2025 年輸美關稅增加，產生追溯補稅合計 9.78 億元（2024 年僅 2.28 億元）；2) 人民幣升值帶來匯兌損失。

2026 年一季度，公司實現營業收入/歸母淨利潤/扣非淨利潤分別為 53.59 億元/4.23 億元/4.17 億元，同比分別+26.07%/+1.81%/+1.55%。一季度在匯率持續波動和美國關稅影響下，業績仍保持一定韌性。

全地形車全球銷量總體趨穩，但產品結構持續向 UTV&SSV 升級，公司依託全球化運營體系與持續的技術創新，產品矩陣向高性能、高價值方向穩步進階，核心車型 U10PRO 在全球市場表現突出，有效帶動品牌高端化進程及產品均價提升。25 年全年累計銷售全地形車 19.70 萬台、同比增長 16.45%，實現銷售收入 96.08 億元，同比增長 33.26%，出口額占行業 74.01%，持續領跑行業出口榜單。摩托車業務方面，2025 年公司實現燃油摩托車銷量 29.59 萬輛，同比增長 3.27%，銷售收入 64.71 億元，同比增長 7.18%，其中海外銷量 15.95 萬輛，同比增長 11.3%，海外收入 35.87 億元，同比增長 21.88%。公司的高端化戰略成效顯著。電動兩輪車方面，公司旗下“極核”品牌電動兩輪車堅持“油摩性能+智能科技”高端定位，2025 全年實現銷量 55.12 萬台，同比增長 420.2%；銷售收入 19.12 億元，同比增長 381.0%，毛利率增加 6.75pct 至-0.03%，基本接近盈虧平衡。公司從玩樂類摩托車降維做電動摩托車，技術優勢明顯，電摩新品儲備充足，有望捕捉電摩結構性紅利。展望未來，公司全地形車和摩托車業務憑藉技術研發和品牌建設有望持續擠佔海外市場份額，我們看好公司海外市場為業績持續貢獻增長動力，預計 2026-2028 年每股收益為 13.84/18.29/23.46 元，給予 26 年 26 倍預計市盈率，目標價 359.3 元，對應 2026-2028 預計市盈率為 26/19.6/15.3，首次覆蓋給予買入評級。

### 公用事業、商品、消費 (李曉然)

於本月本人發佈了布魯可(325.HK)的首發報告和老鋪黃金(6181.HK)的更新報告。

布魯可是中國拼搭角色類玩具的領導者。公司擁有 500 余項專利、原創 IP 能力及約 50 個知名 IP 的非獨家授權，產品定位“好而不貴”。憑藉產品力與供應鏈優勢，保持成本競爭力並持續拓展品類。公司已建立多渠道銷售網路，2022 年起主推以經銷商為核心的線下渠道。據弗若斯特沙利文資料，2023 年公司 GMV 約 18 億元，同比增長超 170%，在中國拼搭角色類玩具市場佔有率 30.3%，拼搭類玩具市場佔有率 7.4%。同期，中國拼搭角色類玩具市場規模 58 億元，占玩具市場 5.5%、角色類市場 14.3%、拼搭類市場 24.4%。

2025 年銷售收入達 29.13 億元（人民幣，下同），同比+30.0%，分系列看，變形金剛、奧特曼、假面騎士及英雄無限為公司前四大暢銷系列，分別實現收入 9.51 億元、8.15 億元、3.31 億元及 2.64 億元；分品類看，拼搭角色類玩具實現收入 28.43 億元，占比 97.6%，同比+29.1%；拼搭載具類玩具及積木玩具實現收入 0.70 億元，占比 2.4%，同比+77.0%；分渠道看，線下經銷實現收入 26.37 億元，占比 90.5%，同比+27.8%，委託銷售實現收入 2250 萬元，占比 0.8%，線上渠道實現收入 2.53 億元，占比 8.7%，同比+62.3%，線上渠道增速領先於公司整體收入，發展勢頭強勁。經調整利潤為 6.75 億元，同比+15.5%；年內利潤為 6.34 億元，同比扭虧為盈。

截至 2025 年底，公司研發團隊成員為 618 人，佔員工總數比例高達 66.1%。公司擁有 548 項國內授權專利、24 項海外授權專利和 83 項國內發明專利。2025 年研發費用率為 9.1%，同比+37.3%，公司研發能力得到系統性強化。公司圍繞用戶核心需求拓展品類，在載具、動物及換裝等主題取得顯著研發成果，產品矩陣持續豐富，市場回饋良好。報告期內，推出"布魯可積木車"系列，兼具易組裝與易改裝特點，結合多元 IP 題材與汽車文化，並採用自主智慧財產權的高密度材料；開發"自然集"動物主題玩具（如恐龍系列），通過"骨肉皮體系"實現拼搭、可動與精細皮紋的融合；推出換裝主題"綺遇記 12 分"系列，採用模組化素體及標準化關節，搭配布料服裝適配多種場景。

布魯可在下沉市場具備顯著優勢，其渠道下沉策略並非單純的鋪貨行為，而是一套系統化工程，其核心邏輯可概括為：低價產品引流、密集網點覆蓋、高效經銷商體系及校邊店精準卡位。下沉市場消費者對價格高度敏感，但並非一味追求低價，而是追求"極致性價比"，布魯可精準捕捉這一需求，推出 9.9 元"星辰版"和積木車系列，14.9 元的"自然集"系列動物主題玩具等產品，進一步打開下沉市場。我們認為布魯可已經構築了難以複製的下沉市場渠道護城河。布魯可將經典 IP 與現代拼搭技術深度結合，有效滿足了年輕一代對童年記憶的精緻化收藏與把玩需求，形成了顯著的用戶情感基礎。在 IP 層面，公司圍繞 DC、奧特曼、變形金剛等重磅 IP 推出"精緻積木人"產品，以高還原度觸發 80 至 00 後消費群體的懷舊補償心理；在文化層面，公司以 500 余項專利為基礎，構建融合中國文化元素的"中國積木"體系，增強本土品牌的文化自信與歸屬感；在產品層面，公司注重拼搭體驗與高可動性，契合當下潮玩消費偏好，形成了兼具展示與收藏價值的獨特文化產品。總體而言，布魯可實現經典文化符號以"拼搭+收藏"形態的再呈現，構建了差異化的情感連接與競爭壁壘。

展望未來，我們認為公司將持續受益於下沉市場護城河以及全球化戰略。我們預測公司的營業收入在 2026-2028 年分別為 37.97 億元、47.56 億元和 57.95 億元。EPS 為 3.09/4.2/5.11 元，對應市盈率(P/E) 18.3x/13.5x/11.1x。給予公司 2026 年 22 倍預期 P/E，目標價為 78.14 港幣，給予"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
20260417	175 HK	吉利汽車	ZJ	增持	24.04	26.6	10.65%	22.9	-4.74%	20.92	9.46%
20260429	600066 CH	宇通客車	ZJ	買入	35.63	43.5	22.09%	35.41	-0.62%	35.86	-1.25%
20260430	603129 CH	春風動力	ZJ	買入	271.31	359.3	32.43%	274.73	1.26%	228.6	20.18%
20260409	6181 HK	老鋪黃金	ML	買入	657.5	815.96	24.10%	552	-16.05%	625.5	-11.75%
20260428	325 HK	布魯可	ML	買入	65.1	78.14	20.03%	62.55	-3.92%	60.85	2.79%

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>.

© 2026 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)

**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)

**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)

**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)

**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)

**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)

**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)

**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 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)

**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)